



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 26.3.2003
COM(2003) 138 definitivo

2003/0045 (COD)

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE

(presentata dalla Commissione)

RELAZIONE

1. INTRODUZIONE

1.1. Contesto generale

La trasparenza sulle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati è essenziale per il funzionamento dei mercati dei capitali, in quanto accresce in generale la loro efficienza e liquidità. La presente proposta di direttiva mira a migliorare in misura consistente le informazioni messe a disposizione di tutti gli investitori in merito alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati mobiliari regolamentati nell'ambito dell'Unione europea. Essa contribuirà pertanto all'ulteriore integrazione dei mercati mobiliari europei, in quanto consentirà di ridurre o di eliminare le asimmetrie informative che possono essere di ostacolo alla comparabilità e alla liquidità dei mercati, di accrescere la fiducia degli investitori nella posizione finanziaria degli emittenti e di ridurre il costo della raccolta dei capitali.

La presente proposta costituisce una delle azioni prioritarie del Piano di azione per i servizi finanziari (PASF), approvato dai capi di Stato e di governo in occasione del Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000. L'obiettivo è fare in modo che, una volta adottata, la direttiva venga attuata dagli Stati membri al più tardi entro il 2005, secondo l'impegno assunto dai capi di Stato e di governo a Stoccolma nel marzo 2001 e a Barcellona nel marzo 2002.

La proposta rientra pertanto nell'opera di revisione della normativa in materia di mercati mobiliari, volta in particolare a conseguire un più elevato livello di trasparenza e di informazione per quanto riguarda gli emittenti i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati. La proposta rientra nell'agenda "comunicazione e trasparenza" attualmente messa in atto dalle istituzioni europee:

- il regolamento sull'applicazione dei principi contabili internazionali (IAS)¹, che renderà obbligatoria, a partire dal 1° gennaio 2005, l'applicazione degli IAS alla stesura dei conti annuali per tutte le società i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e che sono tenute a redigere conti consolidati (fatte salve talune deroghe valide fino al 2007). La presente proposta è in linea con il provvedimento adottato dalla UE. Essa non modifica la procedura prevista dal regolamento sull'applicazione degli IAS, in base alla quale l'obbligatorietà giuridica nella UE dell'applicazione di ogni singolo principio – compreso lo IAS 39 – è subordinata all'adozione, conformemente alla procedura fissata nel regolamento, di una decisione formale della UE. La presente direttiva non intende in alcun modo sostituirsi a tali decisioni o anticiparle;
- la direttiva sugli abusi di mercato², che prevede tra l'altro che gli emittenti rendano di pubblico dominio tutte le informazioni privilegiate. Occorre modificare gli attuali obblighi di comunicazione ad hoc di informazioni idonee ad influire sull'andamento dei prezzi, in modo da rafforzare gli obblighi di comunicazione;

¹ Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali, GU L 234 dell'11.9.2002, pag.1.

² Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), adottata il 3.12.2002, non ancora pubblicata in GU.

- la futura direttiva sul prospetto³, che disciplinerà gli obblighi di comunicazione iniziale, vale a dire all'atto dell'offerta pubblica o dell'ammissione alla negoziazione dei valori mobiliari in un mercato regolamentato. La direttiva mira ad introdurre un passaporto europeo per il prospetto. La presente proposta tiene conto dell'accordo politico raggiunto in seno al Consiglio il 5 novembre 2002 per una posizione comune, a cui la Commissione dà il suo pieno appoggio.

Il successo dell'adozione e dell'attuazione dei summenzionati provvedimenti e della presente proposta fornirà un contributo indispensabile al quadro regolamentare generale in materia di mercati mobiliari. La proposta direttiva sui servizi di investimento (DSI)⁴ potrà essere uno strumento valido e efficace solo se contemporaneamente saranno in vigore anche i nuovi obblighi di trasparenza.

1.2. Obiettivi della presente proposta

La direttiva qui proposta mira ad imporre un livello di trasparenza e di informazione commisurato agli obiettivi di una solida tutela degli investitori e dell'efficienza del mercato. Affinché questi obiettivi possano essere realizzati, la presente proposta deve essere in linea con tutte le summenzionate proposte legislative: occorre estendere il suo campo di applicazione dai mercati ufficiali ai mercati regolamentati, in modo che esso abbracci anche i mercati secondari (cfr. sezione 3.1.), occorre che la direttiva garantisca una maggiore apertura al mondo della finanza internazionale per quanto riguarda sia il regime linguistico che l'impiego delle moderne tecnologie dell'informazione (cfr. sezione 3.2.). Infine, occorre che la proposta dia una risposta adeguata agli sviluppi in atto negli Stati Uniti – tra cui il Sarbanes-Oxley Act – al fine di promuovere i mercati europei dei capitali (cfr. sezione 3.3.).

La proposta riforma gli obblighi in materia sia di informazione standardizzata da presentare a scadenze determinate (informazione periodica) e sia di informazione continuativa. Gli obiettivi sono:

- migliorare l'**informativa finanziaria annuale** degli emittenti di valori mobiliari tramite la presentazione di una relazione finanziaria annuale entro il termine di tre mesi (cfr. sezione 4.2.);
- migliorare la comunicazione periodica degli emittenti di azioni nel corso dell'esercizio finanziario tramite l'introduzione di un mix costituito da una relazione finanziaria semestrale più dettagliata e da un'informazione finanziaria trimestrale meno rigorosa per il primo e per il terzo trimestre dell'esercizio finanziario. Questa soluzione costituisce una via di mezzo tra due estremi: un estremo sarebbe imporre tre relazioni finanziarie trimestrali complete basate sui più elevati principi internazionali, non diversamente da quanto avviene negli Stati Uniti. L'altro estremo sarebbe rimanere al livello di trasparenza societaria che l'Unione europea ha mantenuto per 20 anni (prima dell'avvento del mercato interno). Una tale posizione estrema ignorerebbe però il fatto che oggi i mercati dei capitali operano e reagiscono in tempi più rapidi e che l'allocazione dei capitali tra le società i cui valori

³ Proposta modificata di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, COM(2002) 460 def. del 9.8.2002.

⁴ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2002) 625 def.

mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati avviene in condizioni di maggiore concorrenza. Si ignorerebbe infine il fatto che gli investitori che effettuano i loro investimenti in diversi Stati membri devono poter beneficiare dell'esistenza di cicli di informazione finanziaria più attendibile e standardizzata, invece di dover far affidamento esclusivamente sulle comunicazioni ad hoc delle società. Ciò non significa che le nuove norme sull'informazione finanziaria infrannuale dovrebbero sostituire gli obblighi di comunicazione continuativa (cfr. sezione 4.3.);

- introdurre un'informativa finanziaria semestrale per gli emittenti esclusivamente titoli di debito che al momento non sono soggetti ad alcun obbligo di informativa infrannuale. Anche in questo caso la Commissione ha adottato un approccio molto pragmatico (cfr. sezione 4.4.);
- basare la comunicazione continuativa delle modifiche delle partecipazioni azionarie importanti su un'impostazione più in linea con le esigenze dei mercati dei capitali, il che dovrebbe indurre ad aumentare la frequenza delle informazioni e a renderne i termini più vincolanti (cfr. sezione 4.5.);
- aggiornare la vigente normativa comunitaria relativa alle informazioni che devono essere fornite ai possessori di valori mobiliari (possessori di azioni e di titoli di debito) nelle assemblee generali, prevedendo la possibilità di valersi delle persone delegate o di utilizzare mezzi elettronici. Questo aspetto è di particolare importanza per gli investitori residenti all'estero (cfr. sezione 4.6.).

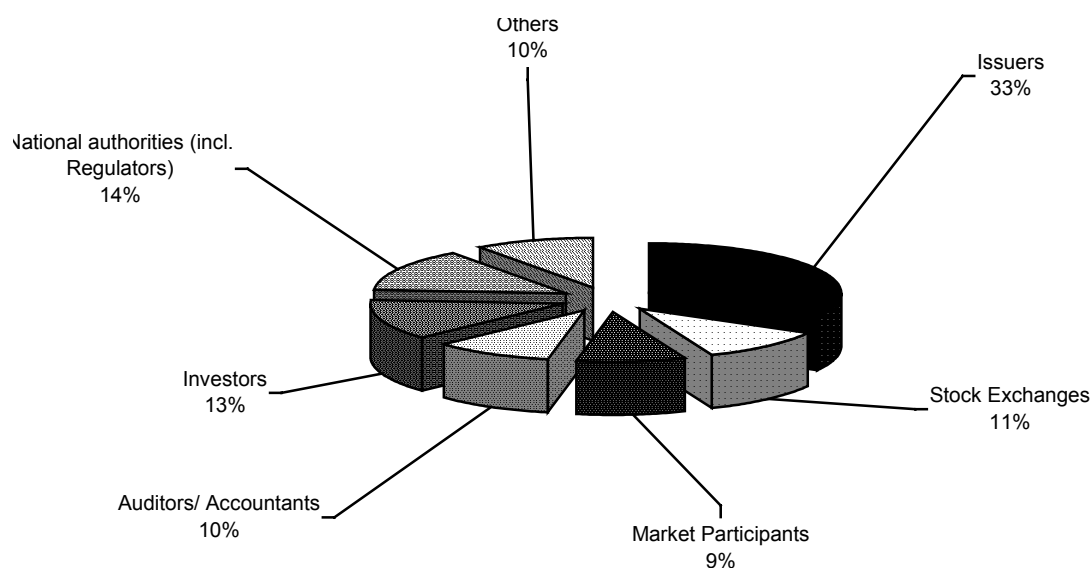
La presente proposta consentirà una solida tutela degli investitori e assicurerà il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Essa dovrebbe di conseguenza consentire di rimuovere efficacemente le barriere nazionali che gli emittenti devono superare quando chiedono l'ammissione nei mercati regolamentati non solo nel loro Stato membro d'origine ma anche in altri Stati membri. Gli Stati membri non dovrebbero allora temere di mettere a rischio la tutela degli investitori nazionali, in quanto la normativa comunitaria imporrebbe già di per sé obblighi severi. Lo Stato membro d'origine dell'emittente dovrebbe tuttavia poter imporre obblighi di comunicazione più severi (cfr. sezione 4.1.).

2. NUOVE MODALITÀ DI REGOLAMENTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI A LIVELLO COMUNITARIO

2.1. Due tornate di consultazioni pubbliche e aperte

Con la risoluzione del 23 marzo 2001 su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari, il Consiglio europeo ha invitato la Commissione europea "a far ricorso a consultazioni anticipate, ampie e sistematiche con le istituzioni e tutte le parti interessate nel settore dei valori mobiliari, rafforzando in particolare il dialogo con i consumatori e con gli operatori del mercato". Ciò dovrebbe facilitare l'adozione di provvedimenti legislativi e consentire la loro tempestiva attuazione entro il 2005.

La Commissione ha fatto la sua parte. Prima di presentare la presente proposta, la Direzione generale del Mercato interno ha tenuto due consultazioni scritte. L'11 luglio 2001 ha invitato le parti interessate ad esprimersi in merito ad un documento di consultazione contenente le prime riflessioni elaborate in materia. Sono pervenute 91 risposte da tutti gli Stati membri nonché da paesi terzi. Nel dicembre 2001, la Direzione generale ha pubblicato una sintesi delle risposte ricevute. L'8 maggio 2002 la Direzione generale del Mercato interno ha quindi lanciato la consultazione finale. In quella occasione la Commissione ha rivisto determinati aspetti, ad esempio l'informativa finanziaria infrannuale, e ha presentato una descrizione dettagliata di una possibile proposta a cui stava lavorando. Anche nella seconda consultazione sono pervenute 93 risposte da tutti gli Stati membri nonché da paesi terzi. Gli argomenti presentati vengono illustrati in appresso. Le **184 risposte** ricevute nelle due tornate di consultazioni coprono un'**ampia gamma di interessi**.



2.2. Una direttiva contenente non dettagli tecnici ma principi essenziali

Occorre attuare una seria riforma seguendo nuove modalità di regolamentazione dei mercati mobiliari a livello comunitario. L'adozione della direttiva dovrebbe in effetti risultare facilitata dal fatto che la proposta si basa sulle raccomandazioni contenute nella relazione finale del febbraio 2001 del Comitato dei Saggi presieduto da Alexandre Lamfalussy. Le raccomandazioni sono incentrate su un approccio alla regolamentazione dei mercati mobiliari articolato su quattro livelli, approccio che dovrebbe consentire di completare il PASF entro il 2005.

La relazione raccomanda di concentrare la legislazione comunitaria, adottata con la procedura di codecisione, sui principi essenziali e sulle scelte politiche, ma non più sui dettagli tecnici ("livello 1"). Le misure tecniche di esecuzione a livello comunitario sono adottate dalla Commissione (facendo appello alla consulenza e alla competenza tecnica delle autorità nazionali di vigilanza sui valori mobiliari) sulla base della vigente procedura di comitato. La Commissione è assistita in questo compito da un "comitato di regolamentazione" (il Comitato

europeo per i valori mobiliari⁵, "livello 2"). Occorre rafforzare la cooperazione tra le autorità nazionali di vigilanza sui valori mobiliari degli Stati membri in materia di controllo quotidiano dell'osservanza del diritto comunitario, in particolare tramite il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari⁶ ("livello 3"). Occorre altresì rafforzare il controllo esercitato dalla Commissione europea sul rispetto del diritto comunitario ("livello 4").

Tale approccio articolato su quattro livelli ha ricevuto l'appoggio esplicito del Consiglio europeo nella sua risoluzione del 23 marzo 2001 su una regolamentazione più efficace dei mercati mobiliari nell'Unione europea. Il Parlamento europeo ha anch'esso appoggiato tale riforma regolamentare con la sua risoluzione del 5 febbraio 2002 sull'attuazione della legislazione relativa ai servizi finanziari, seguita alla dichiarazione rilasciata dal Presidente della Commissione europea lo stesso giorno. La presente proposta si fonda su tale nuovo approccio e mira quindi a realizzare una separazione tra legislazione di livello 1 e legislazione di livello 2. Nella sezione 5 viene illustrato in che modo, secondo la Commissione, i dettagli tecnici debbano essere disciplinati con il ricorso alla "legislazione di livello 2".

3. COERENZA CON ALTRE PROPOSTE IN MATERIA DI MERCATI MOBILIARI NEL QUADRO DEL PASF

3.1. La legislazione comunitaria in materia di mercati regolamentati

Il regolamento IAS, la direttiva sugli abusi di mercato recentemente adottata, la futura direttiva sul prospetto, la proposta di una revisione della direttiva sui servizi di investimento sono tutti provvedimenti riguardanti gli emittenti i cui titoli sono ammessi oltre che alla quotazione ufficiale anche alla negoziazione in mercati regolamentati, e coprono pertanto anche i mercati secondari⁷. Nello stesso senso occorre disciplinare a livello comunitario l'informativa finanziaria periodica, le informazioni che gli emittenti di valori mobiliari sono tenuti a fornire ai possessori di valori mobiliari nelle assemblee generali, le informazioni sulle modifiche delle partecipazioni importanti, nonché altre informazioni continuative, sia attinenti ai mercati ufficiali che ai mercati regolamentati.

Nel corso delle due consultazioni, alcune parti interessate hanno chiesto chiarimenti sul caso in cui un **emittente non abbia mai fatto domanda di ammissione o non abbia mai accettato l'ammissione** dei suoi titoli alla negoziazione su mercati regolamentati di alcuno Stato membro. Questo aspetto viene disciplinato dalla proposta di nuova direttiva relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati – proposta che armonizza gli obblighi da assolvere per l'ammissione dei valori mobiliari alla negoziazione in mercati regolamentati⁸.

⁵ Il Comitato è stato istituito con la decisione n. 2001/528/CE della Commissione, del 6 giugno 2001, GU L 191 del 13.7.2001, pag. 45. Esso opera esclusivamente in qualità di comitato consultivo. In tale veste è stato consultato anche per la presente iniziativa.

⁶ Istituito con la decisione n. 2001/527/CE della Commissione, del 6 giugno 2001, GU L 191 del 13.7.2001, pag. 43.

⁷ Quali il *Second Marché* e il *Nouveau Marché* di Parigi, l'*Alternative Investment Market* di Londra, il *Geregelter Markt* e il *Neuer Markt* di Francoforte, il *Mercato Ristretto* di Milano, il *Nuevo Mercado* in Spagna o il *Nouveau Marché* in Belgio.

⁸ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, COM(2002) 625 def. del 19 novembre 2002, in particolare l'articolo 37, paragrafo 5. Ai sensi di tale nuova disposizione non è più richiesto l'assenso

La Commissione propone di collegare in maniera esplicita il mutuo riconoscimento dei mercati regolamentati, secondo quanto previsto dalla predetta direttiva, all'obbligo per gli emittenti di attenersi a tutta la legislazione comunitaria in materia di valori mobiliari. (La presente proposta copre solo un aspetto specifico, la cui regolamentazione non può essere lasciata ai gestori dei mercati regolamentati: gli emittenti che non hanno mai fatto domanda di ammissione o non hanno mai accettato l'ammissione dei propri valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato non devono essere obbligati a fornire la traduzione delle relazioni finanziarie periodiche secondo uno specifico regime linguistico. L'obbligo in tal caso spetterà ai terzi che hanno fatto domanda di ammissione (cfr. l'articolo 16, paragrafo 4 della presente proposta)).

3.2. Una maggiore apertura al mondo della finanza internazionale

3.2.1. Uso di una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale

Attualmente ogni Stato membro impone che le informazioni vengano comunicate al pubblico nella/e sua/e lingua/e ufficiale/i. Le risposte pervenute nel corso delle due consultazioni hanno confermato che tale pratica è costosa e onerosa per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in vari Stati membri.

Il progredire dell'integrazione dei mercati finanziari della UE farà emergere con maggiore urgenza la questione del regime linguistico. Occorre prevedere un sistema che consenta di superare questi problemi. Una soluzione insoddisfacente toglierebbe valore alla futura direttiva sul prospetto. Per le stesse ragioni, occorre che il regime linguistico proposto nella presente direttiva si applichi anche alle informazioni ad hoc la cui comunicazione è prevista dall'articolo 6 della direttiva sugli abusi di mercato. Infine, la proposta di direttiva disciplina le informazioni che gli investitori devono fornire agli emittenti. Al fine di accrescere l'acquisizione transfrontaliera di azioni all'interno della UE e di attrarre un maggior numero di investitori da paesi terzi, la proposta prevede che gli investitori possano notificare all'emittente le modifiche delle loro partecipazioni azionarie in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.

La Commissione propone che anche gli emittenti i cui valori mobiliari siano ammessi in mercati regolamentati in più di uno Stato membro possano optare per una **lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale**. **Gli emittenti operanti nei mercati all'ingrosso possono sempre scegliere tale lingua.**

La presente proposta si differenzia nettamente dalla futura direttiva sul prospetto in un punto specifico: non consente agli Stati membri di imporre agli emittenti di rendere disponibili le relazioni finanziarie periodiche o le informazioni continuative nella loro lingua ufficiale. Si rammenta che la futura direttiva sul prospetto consente ancora agli Stati membri, se lo desiderano, di richiedere la traduzione nelle loro lingue di una sintesi del prospetto.

La presente proposta non porterà ad un sistema tale per cui gli Stati membri ospitanti possano imporre una traduzione. Essa lascia comunque impregiudicata la facoltà dello Stato membro ospitante di imporre alle società i cui valori mobiliari siano negoziati in mercati regolamentati la pubblicazione nei modi dovuti di una traduzione autenticata dei loro conti, qualora la società crei una succursale nel loro territorio, così come sancito dall'undicesima direttiva sul

dell'emittente all'ammissione dei valori mobiliari alla negoziazione su un ulteriore mercato regolamentato.

diritto societario. Inoltre, la presente proposta lascia impregiudicati i regimi linguistici nei procedimenti giudiziari. Infine, la soluzione differisce da quella adottata per il prospetto nei casi in cui i valori mobiliari di un emittente siano ammessi alla negoziazione solo in un mercato regolamentato di un unico Stato membro ospitante ma non nello Stato membro d'origine dell'emittente al fine di prevenire fenomeni di "forum shopping" o anche di "language shopping".

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti all'articolo 16 nella sezione 5.

3.2.2. *Sfruttare i vantaggi offerti dalle moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione*

– Un'unica fonte di informazioni sugli emittenti in tutta l'Unione europea

Attualmente gli Stati membri possono stabilire a loro discrezione quali mezzi gli emittenti devono utilizzare per la comunicazione delle informazioni. Ciò ha generato una enorme varietà di canali di informazione, in quanto ogni Stato membro è libero di seguire la propria linea. Tre sono sostanzialmente i modelli seguiti: la comunicazione delle informazioni è organizzata o dalle stesse autorità nazionali di vigilanza, o dai gestori dei mercati regolamentati, o da altri fornitori di informazioni finanziarie in regime di concorrenza⁹. Inoltre, l'articolo 102 della direttiva 2001/34/CE consente agli emittenti di pubblicare le informazioni di propria iniziativa sui mezzi di stampa.

Ciò ha portato alla complessità delle modalità di diffusione delle informazioni che si riscontra nell'Unione europea. In molti Stati membri le informazioni relative ad uno stesso emittente devono essere raccolte da fonti diverse. I tre modelli variano in funzione del tipo di informazione da fornire. Come primo passo importante, la normativa comunitaria dovrebbe prevedere che gli Stati membri non possano più imporre il ricorso a gestori stabiliti sul loro territorio o l'uso di mezzi di comunicazione diversi per tipi diversi di informazioni concernenti lo stesso emittente. La finalità generale deve essere quella di consentire all'investitore di attingere ad un'unica fonte tutte le informazioni finanziarie periodiche o continuative (comprese quelle pubblicate ad hoc) relative ad un particolare emittente.

– Il sito Internet dell'emittente dotato di un sistema efficiente di avviso elettronico

Attualmente si ritiene che la diffusione delle informazioni tramite i **siti Internet degli emittenti** non costituisca un metodo sufficientemente adeguato. Occorre modificare questo stato di cose per quanto riguarda gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in più di uno Stato membro. La diffusione delle informazioni su Internet non sarebbe tuttavia di per sé sufficiente ma dovrebbe essere corredata da un efficiente meccanismo di avviso tramite posta elettronica che le società dovrebbero creare per informare in tempo reale tutte le parti interessate di ogni modifica delle informazioni pubblicate sui loro siti Internet. I dettagli tecnici di un tale sistema dovrebbero essere stabiliti tramite misure di esecuzione da adottare conformemente alla procedura di comitato.

Qualora nel quadro della presente proposta non venisse affrontata la questione dei siti Internet dell'emittente, gli Stati membri potrebbero essere tentati di mantenere in vigore gli attuali sistemi nazionali. La questione dei mezzi che gli Stati membri possono imporre per la diffusione efficace delle informazioni non ha solo carattere di questione tecnica da disciplinare in accordo con il principio di sussidiarietà. Le differenze nazionali negli obblighi

⁹ Modello scelto dal Regno Unito per i cosiddetti *primary service providers (PIPs)*.

imposti agli emittenti in materia di diffusione delle informazioni vanno viste come un ennesimo anello della catena di ostacoli che impedisce agli emittenti di entrare nei mercati regolamentati di diversi Stati membri. Le differenze nazionali impediscono inoltre agli investitori di prendere le loro decisioni quando operano a livello transfrontaliero.

Per ulteriori spiegazioni si rimanda ai commenti all'articolo 17 nella sezione 5, nonché alla sezione 4.5.

– *Creare reti elettroniche tra Stati membri per semplificare ulteriormente l'accesso degli investitori alle informazioni*

La situazione europea contrasta nettamente con la situazione degli Stati Uniti, dove il sistema EDGAR¹⁰ consente un accesso semplice alle informazioni sugli emittenti. Tra gli Stati membri, il Regno Unito ha recentemente dato vita ad un sistema che consente di raccogliere, tramite i cosiddetti "*regulatory news services*", tutte le informazioni obbligatorie relative ad un determinato emittente. Altri Stati membri si propongono di migliorare il sistema attuale tramite la pubblicazione delle informazioni sul sito Internet delle autorità nazionali di regolamentazione.

La proposta di direttiva assicura che ogni Stato membro si doti di un sistema per la diffusione a partire da un'unica fonte delle informazioni relative ad un particolare emittente. Una tale fonte potrebbe essere costituita dai siti Internet dell'emittente corredati da un sistema efficiente di avviso elettronico. Ciò non risolve tuttavia il problema di come collegare i sistemi nazionali di tutti gli Stati membri dell'Unione o di un numero il più ampio possibile di essi. Dovrebbe essere compito delle autorità nazionali di regolamentazione stilare un elenco delle informazioni finanziarie per le quali la soluzione dovrebbe essere trovata a livello comunitario tramite orientamenti. Tali orientamenti potrebbero essere adeguatamente elaborati come misure di livello 3, conformemente alla procedura Lamfalussy, e dovrebbero mirare alla creazione di reti elettroniche alle quali gli investitori possano avere accesso in tempo reale in tutta l'Europa. In questa fase, dovrebbe essere lasciata alle autorità nazionali di regolamentazione la scelta tra un sistema che consenta **soluzioni di tipo "sportello unico"** per tutti gli Stati membri o per un gran numero di essi e un sistema di **mutuo riconoscimento** dei mezzi che ogni Stato membro giudica adeguati a livello nazionale. Questo approccio di tipo "soft law" dovrebbe consentire soluzioni pratiche a beneficio degli investitori. Entro il 31 dicembre 2006 la Commissione riesaminerà il funzionamento pratico delle misure e, se necessario, proporrà provvedimenti legislativi di livello 2.

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti al proposto articolo 18.

3.3. Gli sviluppi negli Stati Uniti

La legislazione statunitense in materia di trasparenza fissa il quadro nell'ambito del quale operano i più importanti mercati dei capitali del mondo. I mercati azionari statunitensi rappresentano circa il 60% della capitalizzazione dei mercati azionari a livello mondiale; a confronto i mercati europei non rappresentano che la metà di tale percentuale (30%). Il fallimento di società statunitensi quali Enron e Worldcom ha gettato ulteriore olio sul fuoco del dibattito in corso in Europa. Il Sarbanes-Oxley-Act, adottato nel luglio 2002, ha introdotto la riforma più radicale dei mercati mobiliari statunitensi degli ultimi decenni.

¹⁰ EDGAR è l'abbreviazione di *Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System*. Il sistema è stato introdotto nel 1993.

Contemporaneamente la US Securities Exchange Commission (SEC) ha adottato misure¹¹ per rafforzare ulteriormente la tutela degli investitori: in futuro, gli amministratori (e i direttori finanziari delle imprese) dovranno certificare, per ogni relazione finanziaria trimestrale e annuale, che essa non contiene dichiarazioni non vere e che rappresenta in maniera corretta le condizioni finanziarie dell'emittente, ivi compresi il mantenimento e la certificazione di un sistema interno di controllo. È stata questa la risposta del legislatore statunitense alle critiche levatesi da più parti sul fatto che i bilanci erano oggetto di manipolazione e anche di frode. Gli obblighi di certificazione si applicano anche agli emittenti esteri di valori mobiliari. Inoltre, le società statunitensi il cui flottante nei mercati pubblici è pari o superiore ai 75 milioni di USD e che sono soggette alla vigilanza della SEC almeno per un periodo di 12 mesi si vedranno anticipare i termini per il deposito delle relazioni trimestrali e annuali¹², relazioni che esse saranno tenute a pubblicare su Internet.

Queste misure hanno un impatto non solo sulle società europee quotate anche nei mercati mobiliari statunitensi. Esse impongono un ritmo a cui la legislazione comunitaria deve reagire in maniera adeguata per promuovere i mercati dei capitali europei a livello internazionale. Di fatto la proposta della Commissione affronta queste questioni: innanzitutto riesamina gli obblighi in materia di informativa finanziaria annuale e infrannuale (cfr. infra, sezioni 4.2 e 4.4). Inoltre, e sulla stessa falsariga della futura direttiva sul prospetto, la Commissione propone che gli Stati membri adottino norme adeguate in materia di individuazione dei soggetti e degli organi societari e di responsabilità che a questi incombono in caso di informazioni false (per ulteriori spiegazioni si rimanda ai commenti all'articolo 7 nella sezione 5).

4. ELEMENTI FONDAMENTALI DELLA RIFORMA DEGLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE

4.1. La tutela degli investitori a livello comunitario e l'eliminazione delle barriere nazionali

4.1.1. Trovare un equilibrio tra emittenti e investitori

Gli obblighi di trasparenza proposti si iscrivono nel contesto di un mercato dei capitali europeo integrato. Ciò dovrebbe non solo consentire di tutelare gli investitori e di accrescere l'efficienza del mercato; il rafforzamento degli obblighi in tutta l'Unione europea dovrebbe anche permettere di ridurre le barriere nazionali che ostacolano l'accesso degli emittenti ai mercati regolamentati in Stati membri diversi dal loro Stato membro d'origine. Coniugare un'efficace eliminazione delle barriere nazionali all'accesso ai mercati e un'adeguata tutela degli investitori a livello comunitario: è stato questo il metodo che ha spesso permesso di conseguire successi nell'integrazione dei mercati finanziari – e su questa strada bisogna continuare anche in futuro.

Ciò comporta un alto grado di armonizzazione – piuttosto che un'armonizzazione piena – che consenta allo Stato membro d'origine dell'emittente di continuare ad imporre obblighi di

¹¹ Decisione della SEC del 27 agosto 2002.

¹² Attualmente negli Stati Uniti tutti gli emittenti nazionali di valori mobiliari sono tenuti a pubblicare la relazione finanziaria annuale (*form 10-K*) entro 90 giorni dalla fine dell'esercizio finanziario. Nell'arco di 2 anni, le imprese interessate saranno tenute ad anticipare la presentazione (a 75 giorni dopo la fine dell'esercizio finanziario 2003 e a 60 giorni negli esercizi finanziari successivi). La relazione finanziaria trimestrale (*form 10-Q*) deve essere pubblicata entro 45 giorni. Le società interessate dalle nuove norme dovranno anticipare la pubblicazione a 40 giorni a partire dal 2005 e a 35 giorni a partire dal 2006.

comunicazione periodica o continuativa più severi. Tuttavia, lo stesso non dovrebbe essere consentito agli altri Stati membri in cui gli emittenti desiderino ugualmente raccogliere capitali tramite l'emissione di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. In caso contrario, l'esistenza di obblighi divergenti in materia di informativa scoraggerebbe certamente le società che desiderassero quotarsi in vari Stati membri.

Questo equilibrio tra tutela degli investitori e eliminazione delle barriere nazionali per gli emittenti tiene conto delle preoccupazioni e degli auspici espressi nel corso delle due consultazioni. Da una parte, gli investitori di alcuni Stati membri e di paesi terzi ritengono che la soluzione più adeguata sarebbe la piena armonizzazione in tutta l'Unione europea. Dall'altra, gli emittenti di valori mobiliari e i partecipanti al mercato si sono detti favorevoli a lasciare una qualche discrezionalità agli Stati membri.

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti all'articolo 3 nella sezione 5.

4.1.2. Sistema di deposito nello Stato membro d'origine

Affinché si rafforzi la fiducia degli investitori, lo Stato membro d'origine deve essere responsabile della vigilanza sul rispetto degli obblighi di comunicazione imposti dalla normativa comunitaria tramite un sistema che imponga alle società di depositare le informazioni presso l'autorità nazionale di regolamentazione dei valori mobiliari. Nel corso delle due consultazioni, gli investitori, le autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari, le borse valori hanno sostenuto questa idea, a condizione che resti possibile delegare tale compito ai gestori dei mercati regolamentati. I partecipanti al mercato e gli emittenti hanno tuttavia chiesto ulteriori chiarimenti sulla finalità esatta di un simile sistema di deposito.

Pertanto la **funzione di depositario** che le autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari (o i gestori di un mercato regolamentato a cui tale funzione potrebbe essere delegata) verrebbero chiamate ad assolvere potrebbe configurarsi come segue: il deposito alla data della comunicazione effettiva comproverebbe per esempio il rispetto dei termini obbligatori di comunicazione. Il sistema di deposito proposto non necessariamente dovrebbe comportare un controllo dell'informazione sotto il profilo della completezza, dell'accuratezza e della comprensibilità. D'altra parte, le autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine dovrebbero come minimo avere il diritto di reagire ad ogni violazione degli obblighi di comunicazione.

La funzione di depositario attribuita ad un'autorità competente non dovrebbe comportare che detta autorità debba anche provvedere alla comunicazione al pubblico in tempo reale delle informazioni depositate. Spetterebbe ad ogni autorità competente decidere se offrire o meno un tale servizio. In caso affermativo, una tale **funzione di comunicazione** dovrebbe ricomprendere anche la comunicazione di tutte le informazioni periodiche o continuative che un particolare emittente è tenuto a comunicare ai sensi della presente direttiva e della direttiva sugli abusi di mercato. Un'autorità nazionale di regolamentazione sarebbe pertanto anche tenuta ad offrire un'unica fonte di informazioni su un dato emittente.

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti ai proposti articoli 15, 17 e 20 nella sezione 5.

4.1.3. *Determinazione dello Stato membro d'origine*

Ai sensi della vigente normativa comunitaria, lo Stato membro d'origine dell'emittente è lo Stato membro alla cui legge l'emittente è soggetto¹³. Nel corso delle due consultazioni alcuni partecipanti al mercato si sono detti più favorevoli a lasciare agli emittenti la libertà di scelta dello Stato membro d'origine, quanto meno in determinati casi. La soluzione che la Commissione propone si rifà, nella misura del possibile, alla soluzione concordata dal Consiglio il 5 novembre 2002 nel quadro della proposta di direttiva sul prospetto.

– L'esigenza di coerenza con la futura direttiva sul prospetto

Prima regola: in linea di principio, gli obblighi di comunicazione per i mercati secondari e l'efficace vigilanza sugli emittenti a questo riguardo non dovrebbero essere affidati ad uno Stato membro diverso da quello responsabile dell'approvazione del prospetto. Altrimenti, gli effetti positivi del passaporto europeo sulla pubblicazione del prospetto potrebbero essere rimessi in discussione, in particolare per quanto riguarda il regime linguistico. Il fatto che dovranno essere pubblicate sia una relazione finanziaria annuale ai sensi della presente proposta sia informazioni annuali ai sensi della direttiva sul prospetto costituisce un altro chiaro esempio dell'**esigenza di coerenza**. Se ad esempio lo Stato membro d'origine fosse lo Stato nel quale i titoli dell'emittente sono principalmente negoziati in un mercato regolamentato, i vantaggi offerti agli emittenti dalla futura direttiva sul prospetto verrebbero annullati dalla presente proposta.

– L'esigenza di coerenza al di là della direttiva sul prospetto

Tuttavia, non si può semplicemente copiare la soluzione adottata nella direttiva sul prospetto di prossima adozione. Il problema è ben illustrato dall'esempio di un emittente le cui azioni siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno Stato membro A mentre l'emittente emette titoli di debito solo in uno Stato membro B. Copiare la soluzione proposta nella direttiva sul prospetto porterebbe a due Stati membri d'origine per lo stesso emittente: uno Stato membro d'origine per le azioni e uno per i titoli di debito. La presenza di diversi Stati membri d'origine sarebbe tuttavia d'ostacolo ad un'efficiente opera di vigilanza in tutta l'Europa, e costringerebbe gli emittenti a rispettare differenti obblighi nazionali che andrebbero al di là degli obblighi fissati a livello comunitario dalla presente direttiva.

In conclusione, vi è un'**esigenza di coerenza** e di coordinamento **al di là della direttiva sul prospetto di prossima adozione**. **Seconda regola:** l'unica maniera per assicurare tale coerenza è determinare lo Stato membro d'origine non in funzione del tipo di valore mobiliare ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato ma in funzione dell'emittente. In tal modo, le società che emettono azioni e titoli di debito non avrebbero due Stati membri d'origine, ma uno solo. Lo stesso vale per gli emittenti di diversi tipi di valori mobiliari; per cui se un emittente emette sia titoli di debito del valore nominale unitario superiore ai 50 000 EUR sia titoli di debito del valore nominale inferiore a tale importo, lo Stato membro d'origine sarà unico. **In sintesi, lo Stato membro d'origine non verrebbe determinato in funzione del tipo di valore mobiliare, ma in funzione dell'emittente.**

– Criteri per collegare l'emittente al rispettivo Stato membro d'origine

Lo Stato membro d'origine dovrebbe essere il paese in cui viene applicato il più elevato livello di tutela degli investitori in funzione del tipo di valore mobiliare. La presente proposta

¹³ Articoli 105 e 11 della direttiva 2001/34/CEE.

prevede di fatto obblighi di trasparenza più severi per gli emittenti di azioni che per gli emittenti di titoli di debito (sia nel caso dell'informazione finanziaria trimestrale, che della comunicazione dell'assetto del capitale nel caso di modifiche delle partecipazioni importanti, ecc.). Se si considerano nel loro insieme la futura direttiva sul prospetto e la presente proposta, emerge che gli emittenti di azioni e gli emittenti di titoli di debito non riservati ai mercati all'ingrosso sono sottoposti ad obblighi di comunicazione più severi finalizzati ad una maggiore tutela degli investitori. I criteri utilizzati per determinare lo Stato membro d'origine per tali valori mobiliari devono quindi applicarsi all'emittente di tali valori mobiliari anche qualora egli abbia emesso anche titoli di debito per i mercati all'ingrosso.

– *Quale trattamento riservare agli emittenti esclusivamente titoli di debito che possono scegliere il proprio Stato membro d'origine?*

Specifico è il caso degli emittenti esclusivamente titoli di debito di valore elevato (ossia valori mobiliari aventi un valore nominale unitario pari o superiore a 5 000 EUR, secondo la posizione comune del Consiglio di prossima adozione), i quali ai sensi della futura direttiva sul prospetto potranno scegliere tra vari Stati membri. In linea di principio, non dovrebbe essere abolita la possibilità di scegliere lo Stato membro di origine. Tuttavia, l'accento posto dalla presente proposta sulla tutela degli investitori e sull'efficienza del mercato si basa su obblighi continuativi e periodici, vale a dire sulla vigilanza del rispetto degli obblighi di trasparenza per un certo periodo di tempo. Di conseguenza, questi emittenti di titoli di debito dovrebbero poter effettuare la loro scelta, ma non dovrebbero essere autorizzati a modificarla che dopo un determinato periodo di tempo. Il periodo di tre anni proposto sarebbe in linea con gli obblighi vigenti e futuri che impongono agli emittenti di conservare, in forma di bilanci annuali, i dati sulla propria attività relativi ai tre esercizi che precedono la domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato¹⁴.

– *Ampliare l'approccio al fine di determinare lo Stato membro d'origine anche per quanto riguarda la comunicazione di informazioni ad hoc ai sensi della direttiva sugli abusi di mercato*

È indubbio il fatto che la direttiva sugli abusi di mercato consenta a ciascuno Stato membro di intervenire in caso di abuso di informazioni privilegiate nei propri mercati regolamentati. Tuttavia, la direttiva sugli abusi di mercato non dice in che Stato membro un emittente debba comunicare le informazioni che lo riguardano e in quale lingua. La soluzione non può essere quella di imporre all'emittente di comunicare le informazioni in tutte le lingue dei paesi in cui i suoi valori mobiliari sono negoziati in un mercato regolamentato, utilizzando i mezzi di diffusione previsti in ognuno di tali Stati membri. La fissazione dei criteri di determinazione dello Stato membro di origine nel quadro della presente direttiva avrà importanza determinante per la soluzione di queste due questioni. Dato che la presente proposta disciplina anche le informazioni continuative, lo Stato membro d'origine dovrebbe essere lo stesso.

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti all'articolo 2, paragrafo 1, lettera i) nella sezione 5.

¹⁴ Cfr. il vigente articolo 44 della direttiva 2001/34/CE che non verrà modificato dalla futura direttiva sul prospetto.

4.2. Informativa periodica: la relazione finanziaria annuale

4.2.1. Una relazione finanziaria annuale

Nel corso delle due consultazioni, tutte le parti interessate si sono dette in principio d'accordo sia con l'obiettivo di introdurre un unico documento contenente tutte le informazioni relative ad un dato esercizio finanziario, denominato "relazione finanziaria annuale", sia con il principio di fissare un termine entro il quale detta relazione finanziaria annuale dovrebbe essere pubblicata. Gli emittenti hanno chiesto chiarimenti sul valore di un tale documento. Da una parte, la relazione finanziaria annuale non dovrebbe costituire la versione finale approvata dagli azionisti nell'assemblea generale annuale. Dall'altra, essa non dovrebbe contenere solo informazioni limitate basate sullo stato patrimoniale in forma abbreviata previsto per le PMI dall'articolo 47, paragrafo 2 della quarta direttiva sul diritto societario, né dovrebbe fornire in anticipo ai mercati finanziari informazioni che non siano state prima sottoposte a revisione.

La relazione finanziaria annuale dovrebbe costituire una fonte completa di informazioni finanziarie, e dovrebbe comprendere il bilancio e la relazione sulla gestione. Dovrebbe contenere informazioni attendibili approvate dalla persona o dall'organo dell'emittente responsabile in materia (consiglio di amministrazione e – nei paesi a struttura dualistica – anche il consiglio di vigilanza). Il bilancio dovrebbe inoltre fare oggetto di una relazione di revisione.

4.2.2. Tre mesi per pubblicare la relazione finanziaria annuale

La normativa comunitaria in vigore impone alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati di mettere a disposizione del pubblico, nel più breve tempo possibile, i conti annuali più recenti e la relazione sulla gestione, conformemente agli obblighi fissati dalle vigenti direttive sul diritto societario. Tuttavia, i termini per la pubblicazione delle informazioni finanziarie annuali differiscono da uno Stato membro all'altro. In alcuni Stati membri gli emittenti sono già tenuti a pubblicare entro un determinato termine i risultati finali dell'esercizio finanziario¹⁵, mentre in altri Stati membri l'informazione tempestiva ai mercati mobiliari è assicurata tramite la pubblicazione dei risultati annuali o in forma preliminare o in forma abbreviata¹⁶ o tramite la pubblicazione di un'ulteriore relazione infrannuale alla fine dell'esercizio finanziario¹⁷. Di fatto la normativa comunitaria non considera l'informativa annuale come uno strumento destinato ai mercati dei capitali. L'introduzione di un termine ultimo per la pubblicazione consentirebbe agli investitori di monitorare i risultati di una società in tutti gli Stati membri.

Il termine ultimo per la comunicazione al pubblico della relazione finanziaria annuale dovrebbe essere di **tre mesi**. Alla luce delle opinioni espresse in risposta alla consultazione, la Commissione ritiene che questo termine costituisca la soluzione migliore. Inizialmente i servizi della Commissione avevano proposto un termine di due mesi. Nel corso della seconda

¹⁵ Come prevede la normativa tedesca, che impone agli amministratori di redigere una relazione entro tre mesi (il codice nazionale sul governo societario prescrive anche la pubblicazione entro il termine di tre mesi), o come previsto dalla normativa francese, la quale impone l'obbligo di pubblicazione entro quattro mesi, fatta eccezione per le società i cui valori mobiliari sono quotati in mercati regolamentati che intendono pubblicare un prospetto, le quali hanno l'obbligo di pubblicare il bilancio entro tre mesi.

¹⁶ Nella forma di conti preliminari, come in Belgio (tre mesi), Danimarca (tre mesi), Svezia (due mesi), Finlandia (tre mesi) o Regno Unito (quattro mesi – sebbene nel libro bianco del luglio 2002 il *Department for Trade and Industry* abbia avanzato la proposta di rendere obbligatoria la pubblicazione dei bilanci e delle relazioni annuali entro il termine di quattro mesi).

¹⁷ O una quarta relazione trimestrale (Italia) o una seconda relazione semestrale (Spagna).

consultazione hanno preso in considerazione un termine di tre mesi, a condizione che venga precedentemente presentata una relazione infrannuale per il quarto trimestre dell'esercizio finanziario. Tuttavia, l'idea della quarta relazione trimestrale è stata abbandonata per evitare di creare oneri sproporzionati in rapporto all'obiettivo di colmare l'intervallo tra l'ultima relazione infrannuale (ad esempio l'informazione trimestrale da pubblicare al più tardi nel mese di novembre) e la relazione finanziaria annuale (ad esempio, da pubblicare al più tardi alla fine di marzo). Termini più distanziati per la presentazione dell'informativa esporrebbero il pubblico ad un lungo periodo di incertezza e accrescerebbero considerevolmente i rischi di comunicazione selettiva a vantaggio di alcuni emittenti e analisti. Un termine di quattro mesi comporterebbe il rischio che le società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati possano essere portate a "ritoccare i risultati", dato che la relazione finanziaria annuale verrebbe pubblicata solo ad una data in cui l'informazione finanziaria trimestrale proposta relativa al successivo esercizio finanziario dovrebbe essere già stata redatta e pubblicata.

Per ulteriori dettagli (ivi comprese le disposizioni transitorie) si rimanda ai commenti agli articoli 5 e 26 nella sezione 5.

4.3. Informazione finanziaria trimestrale/relazione finanziaria semestrale per gli emittenti di azioni

La Commissione ritiene che in questa fase un mix costituito da un'informazione finanziaria trimestrale meno rigorosa e una relazione finanziaria semestrale più rigorosa costituisca la strada da seguire. Non ci sono prove che un tale composito approccio possa determinare un aumento della volatilità dei mercati azionari. Un tale mix è imperniato sulla comunicazione di fatti e di tendenze storiche, e non dovrebbe di per sé determinare fenomeni di eccessiva concentrazione sui risultati di breve termine (il cosiddetto "*short-termism*"). Tali fenomeni possono essere dovuti tra l'altro al fatto che, a determinati intervalli di tempo, le società comunicano le loro previsioni agli analisti o promettono aumenti dell'utile per azione (la cosiddetta "*earnings guidance*") e che successivamente modificano tali previsioni. Ciò non costituisce né la finalità né l'essenza della proposta della Commissione. Le voci critiche che si sono levate negli Stati Uniti¹⁸, dove questa pratica è largamente diffusa, hanno già invitato i partecipanti al mercato a porvi termine.

4.3.1. Relazione finanziaria semestrale dopo i primi sei mesi

La relazione semestrale prevista dalla vigente normativa comunitaria verrebbe pertanto potenziata e convertita in una relazione infrannuale composta di un bilancio abbreviato da redigere secondo lo IAS 34 e di una relazione sulla gestione delle attività della società. La relazione sulla gestione dovrebbe contenere solo un aggiornamento dei dati contenuti nella relazione sulla gestione prevista dalla quarta e dalla settima direttiva sul diritto societario. In linea con lo IAS 34, la relazione finanziaria semestrale dovrebbe essere pubblicata entro due mesi (piuttosto che entro quattro mesi, come avviene oggi).

Nel corso delle consultazioni la relazione infrannuale sulla gestione è apparsa ad alcuni emittenti come un obbligo che replica per un periodo di riferimento di sei mesi un rapporto che essi devono già produrre con frequenza annuale a livello nazionale. Questa impressione non è corretta. La Commissione propone semplicemente un aggiornamento non una

¹⁸ Cfr. la relazione della *Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise: Findings and Recommendations* del 9 gennaio 2003.

riformulazione dell'ultima relazione annuale sulla gestione. I dettagli di tale aggiornamento dovrebbero essere stabiliti mediante misure di esecuzione da adottare conformemente alla procedura di comitato.

Una riserva importante formulata dagli emittenti nel corso delle consultazioni riguarda l'introduzione già nel primo esercizio di riferimento, l'esercizio 2005, di un'informativa da redigere sulla base dei principi IAS. Al fine di facilitare tale introduzione, la Commissione propone di consentire agli Stati membri di esentare i rispettivi emittenti di valori mobiliari dall'applicazione degli IAS nella relazione finanziaria semestrale che dovrà essere presentata nel 2005. Di conseguenza, il primo documento che gli emittenti dovranno predisporre conformemente ai principi contabili internazionali sarebbe la relazione finanziaria annuale successiva all'esercizio finanziario avente inizio nel 2005. Inoltre, saranno previste esenzioni a favore di alcuni emittenti perché possano iniziare ad applicare gli IAS ad una data successiva (il 2007).

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti agli articoli 5 e 26 nella sezione 5.

4.3.2. *Informazione finanziaria trimestrale*

La vigente normativa comunitaria impone solo che vengano pubblicate relazioni semestrali sul profitto e sulla perdita di una società nel corso dei primi sei mesi di ogni esercizio finanziario. Tuttavia, dieci Stati membri già impongono obblighi più severi. Ciò dimostra che gli obblighi di comunicazione previsti a livello comunitario non sono più attuali, non riflettono più le migliori pratiche e sono chiaramente superati.

– *Perché passare ad una frequenza trimestrale per l'informativa infrannuale?*

Otto Stati membri (Austria, Belgio, Spagna, Francia, Finlandia, Grecia, Italia e Portogallo) hanno reso obbligatoria la frequenza trimestrale per l'informativa o l'informazione infrannuale su tutti o su alcuni mercati regolamentati. Due Stati membri hanno imposto l'obbligo di informativa trimestrale alle società di nuova costituzione create da meno di tre anni (Lussemburgo, Regno Unito) e alle società di investimento che detengano partecipazioni di minoranza strategiche in altre società (Regno Unito). In altri due Stati membri (Germania e Svezia¹⁹), l'informativa trimestrale è stata introdotta di fatto dal regolamento della borsa valori, in un altro Stato membro (Paesi Bassi) il regolamento della borsa valori introdurrà analogo obbligo²⁰. Dopo l'introduzione dell'informativa trimestrale, in nessun caso si è tornati ad un sistema basato esclusivamente sull'informativa semestrale.

Circa 1100 delle 6000 società europee i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati²¹ presentano relazioni infrannuali a cadenza trimestrale attenendosi a rigorosi principi internazionali per ogni relazione trimestrale (principi contabili nazionali, IAS o US-GAAP), un numero ancora maggiore di tali società fornisce informazioni almeno con frequenza trimestrale. Per quanto costituiscano una minoranza delle società europee i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati, le società europee che presentano

¹⁹ Come prevede il regolamento della Deutsche Börse per tutte le società del DAX e dell'M-DAX (a partire dal 2003 questa sarà la norma per tutte le società quotate nel nuovo mercato primario) e per quelle quotate al Neuer Markt, e come prevede il regolamento della borsa valori di Stoccolma.

²⁰ Conformemente al regolamento di Euronext per i segmenti Next Economy e Next Prime a partire dal 1° gennaio 2004.

²¹ Secondo i dati forniti da Bloomberg per il 2002.

relazioni finanziarie trimestrali dominano gli indici borsistici in Stati membri importanti (DAS, MIB, IBEX, CAC e anche il segmento techMark della Borsa valori di Londra (LSE)).

È innegabile inoltre che i mercati mobiliari europei dipendono in gran parte dai mercati mobiliari statunitensi, nei quali l'obbligo di informativa finanziaria trimestrale esiste dal 1946. I mercati azionari statunitensi rappresentano circa il 60% della capitalizzazione dei mercati azionari a livello mondiale; al confronto i mercati mobiliari europei rappresentano solo il 30%. Le tendenze nei mercati europei dipendono fortemente dall'andamento dei mercati statunitensi. Molte delle società europee i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati che hanno espresso dubbi sull'informativa trimestrale dovrebbero sapere che le tendenze nei mercati statunitensi influenzano fortemente l'andamento dei mercati mobiliari europei, ancora di più dei risultati delle società europee. L'introduzione dell'informazione finanziaria trimestrale rientra nel tentativo di persuadere gli investitori internazionali a diversificare ulteriormente i loro investimenti in tutti i mercati azionari mondiali.

La comunicazione al pubblico dell'informazione finanziaria trimestrale offre agli emittenti la possibilità di migliorare il rendimento delle loro azioni. Tuttavia, se questo fosse l'unico argomento a favore dell'informazione trimestrale, si potrebbe allora consentire alle società di provvedervi su base volontaria. Vi è però un altro argomento a favore: l'obbligo di informazione finanziaria trimestrale dovrebbe consentire una migliore tutela degli investitori, in quanto è probabile che gli investitori seguano più da vicino l'evoluzione dell'indebitamento delle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati. Negli Stati membri l'indebitamento delle società in rapporto al PIL è aumentato in misura considerevole negli ultimi anni²². Inoltre, la disponibilità di informazioni più attendibili e articolate nel corso dell'esercizio finanziario accrescerebbe l'efficienza del mercato e rafforzerebbe la concorrenza, in quanto i capitali verrebbero allocati alle società che presentano i risultati migliori. Le società verrebbero inoltre valutate sulla base di informazioni pubbliche immediatamente comparabili e gli investitori non dovrebbero dipendere dalle previsioni degli analisti finanziari. Non ci sono prove empiriche che confermino un collegamento tra informazione finanziaria trimestrale e aumento della volatilità dei mercati azionari.

– *Esito delle consultazioni*

Nel corso delle due consultazioni consecutive, la questione della frequenza trimestrale dell'informativa infrannuale ha diviso in particolare gli emittenti e gli investitori. Merita segnalare che una minoranza delle società che attualmente non sono soggette all'obbligo di informativa trimestrale concorda con il principio, mentre una minoranza degli investitori ha espresso dubbi sull'utilità dell'informativa trimestrale.

Alcuni emittenti che attualmente non presentano relazioni a cadenza trimestrale temono che una tale frequenza possa compromettere la loro strategia di investimento a lungo termine – un punto di vista non condiviso dalle società che già presentano relazioni a cadenza trimestrale. Anche la Commissione ritiene ingiustificato un tale timore. Al contrario, le società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati che non presentano relazioni trimestrali saranno in sostanza guidate da altre forze di mercato, per quanto il rafforzamento della fiducia degli investitori potrebbe tradursi in un miglioramento dei risultati. Molte società hanno proposto di consentire alle società di decidere a propria discrezione in merito all'informativa trimestrale. Tuttavia, data l'importanza crescente che sta assumendo il governo societario, la

²² Cfr. in particolare il recente rapporto del *Conseil des Marchés Financiers* del dicembre 2002 dal titolo "*L'augmentation de la volatilité du marché des actions*".

Commissione ritiene che le norme di trasparenza non dovrebbero più essere formulate in maniera tale da lasciare alle società la libertà di decidere se attenersi o meno al principio di trasparenza.

Alcune parti hanno affermato che la comunicazione delle informazioni ad hoc idonee ad influire sull'andamento dei prezzi (comunicazione ad hoc) costituirebbe una soluzione più adeguata per rispondere alle esigenze di informazione degli investitori. Tuttavia, l'informativa periodica e la comunicazione ad hoc di informazioni privilegiate (ai sensi della futura direttiva sugli abusi di mercato) costituiscono modalità diverse e non intercambiabili di informare il pubblico. La comunicazione ad hoc al pubblico di informazioni privilegiate viene lasciata alla discrezionalità dell'emittente; si considera ad esempio legittimo (e costituisce una pratica molto diffusa) non divulgare i dati consolidati o le conclusioni delle informative interne redatte in genere nell'ambito delle società. Al contrario, gli obblighi di informativa periodica previsti dalla legge o dai regolamenti delle borse valori conferiscono agli investitori il diritto di ricevere dagli emittenti informazioni standardizzate e pertanto comparabili (come ad esempio i dati relativi a profitti e perdite al lordo o al netto delle imposte).

I vantaggi per gli investitori devono essere misurati in particolare in funzione della loro ubicazione in Europa o in un paese terzo. Gli investitori residenti nello stesso paese in cui è localizzato il mercato regolamentato nel quale i valori mobiliari dell'emittente sono ammessi alla negoziazione hanno meno bisogno di informazioni standardizzate pubblicate a scadenza prestabilita. Per gli investitori situati all'estero l'accesso alle informazioni relative agli emittenti è tanto più semplice quanto più standardizzata è la frequenza dell'informativa. L'informativa trimestrale presenta pertanto chiari vantaggi per gli investitori residenti all'estero.

Alcune borse valori (non però la maggioranza di esse) hanno anche proposto di lasciare la questione ai gestori dei mercati regolamentati. Tuttavia, l'informativa trimestrale è un elemento che riveste grande importanza a livello internazionale, in quanto le differenze reali tra mercati azionari si ritrovano esclusivamente nelle modalità della relazione finanziaria trimestrale, quali ad esempio il formato e i termini per la sua presentazione. Ancora più importante, dieci Stati membri hanno già adottato provvedimenti legislativi in materia. È difficile immaginare che gli Stati membri possano ammettere alla quotazione sui loro mercati regolamentati valori mobiliari di emittenti che non presentino informazioni finanziarie trimestrali attendibili, o che gli investitori di questi paesi possano avere interesse per tali emittenti. Se la Comunità non riuscisse a pervenire ad una soluzione di tale questione, la conseguenza sarebbe la frammentazione e non l'integrazione dei mercati regolamentati.

Nel secondo documento di consultazione i servizi della Commissione hanno anche lanciato l'idea di introdurre un regime speciale per i piccoli emittenti di valori mobiliari, individuati sulla base del fatturato annuo. Alcuni hanno sostenuto che il regime per le PMI dovrebbe essere invece basato sulla capitalizzazione di mercato. Alcune borse valori si sono anche dette favorevoli ad un'esenzione completa per le PMI, esenzione il cui campo di applicazione potrebbe essere definito dagli investitori, dai revisori e dai contabili. Tuttavia, gli investitori istituzionali, gli investitori al dettaglio, i revisori e i contabili si sono detti contrari a tale idea. Il profilo di rischio-rendimento delle imprese più piccole, in particolare le imprese di recente costituzione, non giustificerebbe questo trattamento.

Va tenuto presente che, in rapporto alle dimensioni, all'attività o alla capitalizzazione di mercato, le società i cui valori mobiliari sono quotati su mercati regolamentati non sono microimprese. Inoltre esse sono costituite grazie all'apporto di capitali privati messi a disposizione dagli investitori istituzionali o dagli investitori al dettaglio. L'affidabilità del

sistema contabile interno è di importanza fondamentale per la credibilità e la competitività delle PMI.

In genere, sui mercati dei capitali, gli investimenti nelle PMI come considerati investimenti rischiosi. È quanto emerge chiaramente dalle consultazioni effettuate dalla Commissione. La messa a disposizione di informazioni attendibili su base trimestrale presenta pertanto dei chiari benefici per le PMI: essa contribuirà ad accrescere la fiducia dei mercati e degli investitori, in particolare degli investitori transfrontalieri. Ad esempio, le statistiche mostrano che in Francia gli investitori non residenti mantengono le azioni in portafoglio in media solo per un periodo di cinque mesi (contro gli undici mesi degli investitori residenti²³).

– *La soluzione proposta: l'informazione finanziaria trimestrale*

La Commissione fa propria un'idea avanzata da molti di quanti hanno risposto alle consultazioni: informazione finanziaria trimestrale, contenente i dati fondamentali richiesti dalla vigente normativa comunitaria per l'informativa semestrale (fatturato netto, profitto e perdita al lordo o al netto delle imposte), nonché informazioni sullo sviluppo tendenziale futuro della società. Tali informazioni dovrebbero consentire agli investitori di giudicare non solo basandosi sui risultati conseguiti ma anche tenendo in debito conto la strategia di lungo periodo perseguita dall'emittente. Non si può ignorare l'esistenza di una domanda di informazioni in merito all'andamento futuro delle società. Tuttavia, l'interesse pubblico non dovrebbe promuovere una sorta di cosiddetta "*earnings guidance*" che determini fenomeni di eccessiva concentrazione sui risultati di breve termine e favorisca l'indebita pressione di analisti e gestori di fondi. Al contrario, l'informazione sugli sviluppi tendenziali, che è opzionale, consentirebbe alle stesse società di aggiornare la valutazione sulla loro strategia e sull'andamento dell'attività. In questa fase il termine ultimo per la pubblicazione di tale informazione finanziaria trimestrale non dovrebbe superare i due mesi. Qualora gli investitori desiderassero informazioni più dettagliate o più tempestive, gli emittenti e i gestori dei mercati regolamentati conserverebbero la facoltà di soddisfare tale richiesta.

La soluzione proposta non comporta costi eccessivi per le società, in particolare dato che non richiede la redazione di un rendiconto finanziario su base trimestrale o la revisione completa o limitata del bilancio da parte di revisori dei conti. Inoltre gli emittenti possono scegliere di fornire i dati sul profitto e sulla perdita o al netto o al lordo delle imposte e non sono pertanto obbligati a effettuare stime sulle imposte nel corso dell'esercizio finanziario. I dati relativi al fatturato, al profitto e alla perdita sono elaborati e aggiornati su base regolare (almeno mensilmente) per scopi operativi e dovrebbero pertanto essere facilmente disponibili.

La frequenza trimestrale dei dati sul profitto e sulla perdita offre uno strumento per misurare ogni eventuale pratica fraudolenta in tutte le relazioni periodiche. Tuttavia, da sola essa non consente di combattere le pratiche contabili fraudolente nell'ambito delle società. Ulteriori misure sono state proposte dalla relazione finale del gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario²⁴. Nei prossimi mesi la Commissione intende dare seguito a tali proposte con un piano di azione sul governo societario e con una comunicazione sulla revisione contabile.

In aggiunta ai dati sul fatturato, i dati sul profitto e sulla perdita al netto o al lordo delle imposte sono di grande rilievo per gli investitori. Questi dati consentono di tracciare un quadro attendibile della situazione finanziaria e della solidità delle società i cui valori

²³ Banca di Francia, *Bulletin de la Banque de France*, n. 106 – Ottobre 2002 in merito al lasso di tempo per il quale le azioni sono state mantenute in portafoglio tra giugno 2001 e luglio 2002.

²⁴ Relazione del 4 novembre 2002.

mobiliari sono negoziati su mercati regolamentati. I soli dati sul fatturato netto non sono sufficienti, in quanto non consentono di valutare la situazione debitoria della società.

La soluzione proposta non segue le norme più rigorose vigenti a livello nazionale in materia di informativa trimestrale. Le norme attualmente in vigore in Grecia, Regno Unito, Lussemburgo e Portogallo impongono l'obbligo di redazione di una relazione trimestrale comprende oltre ai dati sul fatturato netto e sul profitto e sulla perdita al netto o al lordo delle imposte anche il bilancio, comprensivo del rendiconto finanziario e della relazione sulla gestione. Anche il regolamento delle borse valori di Austria (Borsa valori di Vienna), Germania (Deutsche Börse), Finlandia (Borsa valori di Helsinki), Svezia (Borsa valori di Stoccolma) prescrive la presentazione di un tale bilancio su base trimestrale. A decorrere dal gennaio 2004 Euronext introdurrà obblighi ugualmente rigorosi, destinati ad avere un impatto sulle società quotate in Francia, Belgio e Paesi Bassi. In Francia vige attualmente l'obbligo di fornire informazioni trimestrali sul fatturato ma non sul profitto e sulla perdita. La proposta della Commissione non intende adeguare l'attuale normativa ai più elevati principi internazionali; essa si propone semplicemente di ridurre le significative differenze esistenti attualmente in Europa tra le 1100 società che si attengono ai più elevati principi internazionali - i quali prescrivono termini di pubblicazione più ravvicinati - e le restanti 4900 società.

Per ulteriori spiegazioni si rimanda ai commenti al proposto articolo 6 nella sezione 5.

4.4. Solo l'informativa finanziaria semestrale per gli emittenti di valori mobiliari diversi dalle azioni

Gli emittenti esclusivamente titoli di debito non sono assoggettati ad alcun obbligo di informativa infrannuale ai sensi della vigente normativa comunitaria. Occorre modificare questo stato di cose. Occorre introdurre una relazione finanziaria semestrale contenente gli stessi dati richiesti agli emittenti di azioni. In effetti, non va sottovalutato il fatto che l'insolvenza ha effetti negativi sia per quanti investono in azioni che per quanti investono in titoli di debito. Pertanto, è necessario intervenire per tutelare quanti investono in titoli di debito e assicurare condizioni di parità tra gli emittenti di azioni e gli emittenti di titoli di debito. Si propone, come sostenuto da più parti nel corso delle due tornate di consultazioni, di imporre agli emittenti di titoli di debito meno obblighi rispetto agli emittenti di azioni. Non bisognerebbe imporre una relazione finanziaria semestrale alle società che emettono esclusivamente titoli di debito con un valore nominale unitario elevato, in particolare gli emittenti di euro-obbligazioni. L'esigenza di tutela degli investitori e le ragioni di tale tutela non sono le stesse contemplate dalla proposta modificata della Commissione di direttiva sul prospetto.

Nel corso delle due consultazioni alcune parti hanno sostenuto che l'attuale sistema di comunicazione di informazioni idonee ad influire sull'andamento dei prezzi sarebbe sufficiente alla tutela degli investitori. La Commissione non condivide questo parere, così come non condivide analogo parere nel caso dell'informazione finanziaria trimestrale per gli emittenti di azioni. Accanto al rating attribuito dalle agenzie di rating, la relazione finanziaria semestrale costituisce un'informazione importante per i mercati dei capitali. Negli Stati Uniti, gli emittenti di valori mobiliari di debito sono soggetti anche all'obbligo di informativa finanziaria trimestrale. La Commissione considera parimenti ingiustificata la richiesta di esentare le controllate dall'informativa semestrale. Non bisogna dimenticare che le controllate operano nei mercati regolamentati come veri e propri emittenti di titoli di debito e che i conti consolidati dell'impresa madre forniscono informazioni solo sui risultati dell'intero gruppo ma non sui risultati della controllata che opera autonomamente come emittente di titoli di debito.

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti ai proposti articoli 5 e 8 nella sezione 5.

4.5. Comunicazione delle modifiche delle partecipazioni azionarie più importanti in emittenti di valori mobiliari

4.5.1. Un numero maggiore di soglie di comunicazione per favorire l'ulteriore integrazione dei mercati mobiliari europei

La vigente normativa comunitaria dispone che coloro che acquisiscono o cedono azioni in percentuale tale che la loro partecipazione in una società i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati raggiunga, superi o scenda sotto determinate soglie siano tenuti ad informarne la società, la quale a sua volta è responsabile della comunicazione al pubblico di tali informazioni. Queste soglie sono attualmente pari a 10%, 20% e 1/3 (ovvero, a scelta dello Stato membro, 25% invece delle ultime due soglie), 50% e 2/3 (ovvero, sempre a scelta dello Stato membro, 75% invece dei 2/3). Queste soglie sono stabilite in modo da riflettere le differenze esistenti nel diritto societario nazionale su aspetti quali le soglie necessarie per costituire minoranze di blocco nelle assemblee generali annuali degli azionisti, per imporre modifiche dello statuto della società o per esercitare diritti speciali, quale la nomina di revisori speciali, ecc.

Dodici Stati membri hanno nel frattempo introdotto ulteriori soglie. Di fatto solo tre Stati membri (Lussemburgo, Portogallo e Svezia) impongono ancora un livello di trasparenza che si rifà alle soglie comunitarie fissate 15 anni fa. Il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari ha anch'esso avviato le discussioni sulla revisione delle soglie comunitarie²⁵, discussioni proseguite dalla Commissione nell'ambito delle consultazioni da essa organizzate, nel corso delle quali le parti interessate hanno chiesto un aggiornamento e anche una revisione delle soglie.

La Commissione propone ora di introdurre un sistema di trasparenza scaglionato a partire da una prima soglia del 5%²⁶, con una progressione per multipli di 5% fino al 30% dei diritti di voto o del capitale o di entrambi. Un tale sistema rifletterebbe non solo l'influenza reale che un investitore nei mercati mobiliari potrebbe acquisire in una società i cui valori mobiliari sono negoziati nei mercati regolamentati, ma anche, più in generale, il preponderante interesse dell'investitore per i risultati, la strategia aziendale e i profitti della società. Già in otto Stati membri vige a livello nazionale questo regime di trasparenza più in linea con le esigenze del mercato dei valori mobiliari. Sette di essi (Austria²⁷, Danimarca, Spagna²⁸, Finlandia, Grecia²⁹, Italia³⁰ e Regno Unito³¹) hanno introdotto il sistema con atto legislativo o

²⁵ Documento del Comitato "*Measures to promote market integrity – a follow-up to CESR paper on market abuse of 31 January 2002*" (FESCO/01-052h del 31 gennaio 2002).

²⁶ Questa soglia è già applicata in 12 Stati membri (Austria, Belgio, Danimarca, Germania, Spagna, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito).

²⁷ Gli obblighi di trasparenza si applicano a partire da una soglia del 5% e proseguono per multipli del 5% fino al 50% dei diritti di voto.

²⁸ L'obbligo di trasparenza si applica nel caso di partecipazioni azionarie a partire da una soglia del 5% e continua ad applicarsi ogni qualvolta una partecipazione raggiunga o superi la successiva soglia del 5% o scenda al di sotto di essa.

²⁹ Nel corso dei primi dodici mesi di negoziazione delle azioni ammesse in un mercato regolamentato devono essere comunicate le modifiche delle partecipazioni secondo soglie pari a multipli dell'1,5%.

³⁰ Gli obblighi di trasparenza si applicano a partire con una soglia del 2% e continuano per partecipazioni successive che superino le soglie del 5%, del 7,5%, del 10% e dei successivi multipli del 5% o che scendano al di sotto di esse.

³¹ Gli obblighi di trasparenza si applicano a partire da una soglia del 3% e continuano per partecipazioni successive che superino un'intera cifra percentuale o scendano al di sotto di essa.

regolamentare; in Svezia il sistema è stato introdotto da una raccomandazione della borsa valori. Un altro Stato membro – il nono – (Paesi Bassi³²), si accinge a seguire la stessa strada. La proposta della Commissione permetterebbe di allineare i sistemi in vigore negli Stati membri, consentendo al contempo agli Stati membri che lo desiderassero di imporre l'obbligo di comunicazione per soglie inferiori (2% in Italia o 3% nel Regno Unito) o per soglie più ravvicinate. Altri Stati membri potrebbero continuare ad applicare a livello nazionale altre soglie, come la soglia di 1/3 dei diritti di voto.

Per ulteriori informazioni si rimanda ai commenti ai proposti articoli 9 e 10 nella sezione 5.

4.5.2. Riduzione dei termini per i possessori di azioni e per gli emittenti

Anche la riduzione dei termini di notifica e di comunicazione è in linea con quanto auspicato nel corso delle consultazioni. Attualmente, gli azionisti sono tenuti ad informare l'emittente e la competente autorità entro sette giorni di calendario; l'emittente è quindi tenuto ad informare il pubblico entro nove giorni di calendario, o in circostanze specifiche, entro 21 giorni di calendario. Diversamente dall'idea avanzata inizialmente di cinque giorni di calendario, la Commissione propone ora un termine di **cinque giorni lavorativi per gli investitori** e di **tre giorni lavorativi per gli emittenti** per la comunicazione delle informazioni sull'acquisizione o sulla cessione di partecipazioni importanti di cui essi siano effettivamente a conoscenza (cfr. anche i commenti al proposto articolo 11, nella sezione 5).

4.5.3. Trasparenza anche sulle partecipazioni in valori mobiliari che danno accesso ad azioni

L'influenza su una società può essere esercitata sia direttamente, tramite le azioni, sia indirettamente, tramite strumenti finanziari, che conferiscono il diritto di acquistare o di vendere azioni, come i warrant o le obbligazioni convertibili, nel caso in cui la partecipazione in tali strumenti finanziari raggiunga soglie importanti. Coloro che hanno risposto alle consultazioni si sono detti favorevoli all'idea di includere tali situazioni nel campo di applicazione del sistema generale di trasparenza. Sono state tuttavia espresse riserve sull'inclusione delle opzioni call e put. Inoltre, contrariamente ad altri investitori, una minoranza delle società d'investimento ha chiesto soglie più elevate. Per sciogliere le predette riserve, la Commissione propone di attenersi alla linea che si illustra di seguito.

Occorre impedire che l'obiettivo generale di favorire un'impostazione più in linea con le esigenze dei mercati dei capitali venga compromesso dalla previsione di esenzioni per le società di investimento. Una società ha interesse a conoscere le società di investimento che hanno acquisito sue azioni, nonché la posizione che esse detengono ad esempio nelle assemblee degli azionisti. L'obbligo di notifica consentirebbe pertanto alle società di identificare con più facilità i proprietari delle azioni o le persone che agiscono per loro conto. Ciò detto, la Commissione non si oppone in linea generale all'idea di autorizzare gli Stati membri a fissare la prima soglia al 10% per le società di investimento (nonché per altri investitori) che acquisiscano unicamente covered warrants o obbligazioni convertibili. La stessa regola di proporzionalità si applicherebbe all'usufrutto su azioni. Inoltre, il regime di notifica e di comunicazione sarebbe limitato ai valori mobiliari che incorporano derivati, e non includerebbe tutti i tipi di derivati, tra cui le opzioni.

³² Il ministero olandese delle finanze ha in progetto di proporre una modifica alla "*Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen*" del 1996, e si propone di introdurre tra l'altro una nuova ripartizione delle soglie (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, e per partecipazioni superiori al 25%, l'obbligo di notifica di ogni singola operazione).

Per ulteriori dettagli si rimanda ai commenti all'articolo 2, paragrafo 1, lettera e) e all'articolo 9, nella sezione 5.

4.6. Informazioni per i possessori di valori mobiliari nelle assemblee generali

4.6.1. Perché la questione viene affrontata nel quadro della presente iniziativa?

Questa questione è già disciplinata dalla normativa comunitaria in materia di mercati mobiliari, ma non dalle direttive sul diritto societario³³, e si avverte l'esigenza di una modernizzazione, sotto due punti di vista:

innanzitutto, occorre facilitare l'uso della delega. Consentendo agli azionisti l'uso della delega, se ne può favorire la partecipazione alle assemblee generali. L'uso della delega consentirebbe in particolare agli investitori residenti all'estero, che non sono nelle stesse condizioni di viaggiare degli investitori nazionali, di esercitare i loro diritti di voto. Quanti hanno risposto alle consultazioni hanno chiaramente manifestato il loro sostegno all'introduzione del voto per delega in tutti gli Stati membri tramite un atto comunitario. La presente proposta disciplina tuttavia solo l'aspetto relativo alla trasparenza.

In secondo luogo, occorre facilitare l'uso degli strumenti elettronici. La possibilità di autorizzare la comunicazione delle informazioni tramite mezzi elettronici è strettamente legata alla capacità di tutti gli Stati membri di sfruttare i vantaggi offerti dalle moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione. La Commissione propone di fornire alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati il necessario sostegno regolamentare perché possano sottoporre questa importante questione ai propri azionisti, i quali sarebbero chiamati a decidere in un'assemblea generale in merito alle modalità di comunicazione on line delle informazioni.

Per ulteriori spiegazioni si rimanda ai commenti agli articoli 13 e 14 nella sezione 5.

5. COMMENTI SU SINGOLI ARTICOLI

I vigenti obblighi di informazione sono stati introdotti dalla direttiva 2001/34/CE³⁴ che tra l'altro ha codificato norme comunitarie che erano state applicate per più di 20 anni (sull'informativa finanziaria annuale e sulle assemblee degli azionisti³⁵), per quasi 20 anni (sull'informativa finanziaria infrannuale³⁶), o almeno per circa 15 anni (sulla comunicazione di acquisizioni o cessioni di partecipazioni importanti³⁷). Tale codificazione non ha tuttavia richiesto modifiche delle leggi e dei regolamenti già vigenti negli Stati membri.

³³ Cfr. gli articoli 65, 78 e 83 della direttiva 2001/34/CE per gli emittenti di azioni, per le imprese che emettono titoli di debito e per gli emittenti di titoli del debito sovrano.

³⁴ Direttiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori, GU L 184 del 6.7.2001.

³⁵ Gli articoli da 64 a 69 e da 78 a 84 della direttiva 2001/34/CE hanno sostituito rispettivamente lo schema C e lo schema D della direttiva 79/279/CEE.

³⁶ Gli articoli da 70 a 77 e da 102 a 107 della direttiva 2001/34/CE hanno sostituito la precedente direttiva 82/121/CEE.

³⁷ Gli articoli da 85 a 97 della direttiva 2001/34/CE hanno sostituito la direttiva 88/627/CEE.

5.1. Considerando

I considerando dal diciannovesimo al ventiquattresimo rammentano le nuove modalità di regolamentazione dei mercati mobiliari (cfr. supra, sezione 2.2).

5.2. Capo I. Disposizioni generali

5.2.1. *Articolo 1 – Oggetto e campo di applicazione*

L'articolo 1, paragrafo 2 mantiene la vigente esenzione a favore degli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), in particolare dato che gli obblighi cui sono soggetti tali organismi sono fissati da altri atti comunitari³⁸. L'articolo 2, paragrafo 2, l'articolo 3, paragrafo 2 e l'articolo 85, paragrafo 3 della direttiva 2001/34/CE prevedono già tale esenzione nel quadro del vigente acquis.

5.2.2. *Articolo 2 - Definizioni*

5.2.2.1. Articolo 2, paragrafo 1

Lettera a): la definizione di valori mobiliari si basa sulla soluzione adottata dal Consiglio il 5 novembre 2002 per l'adozione di una posizione comune sulla futura direttiva sul prospetto. Essa pertanto esclude gli strumenti del mercato monetario, i quali rimangono soggetti alla legislazione nazionale.

Lettera b): una definizione si rende necessaria per evitare che gli emittenti di obbligazioni convertibili o scambiabili vengano assoggettati all'obbligo di tenere assemblee generali conformemente al proposto articolo 14. La Commissione non ritiene invece necessaria la definizione di "titoli di capitale" e di "azioni". Nel quadro della futura direttiva sul prospetto è certamente necessario differenziare tra titoli di capitale e valori mobiliari diversi dai titoli di capitale per quanto riguarda i valori mobiliari che incorporano derivati (ad esempio, ai sensi della futura direttiva sul prospetto, le obbligazioni convertibili rientrerebbero tra i titoli di capitale mentre le obbligazioni scambiabili verrebbero considerate valori mobiliari diversi dai titoli di capitale). Non si ravvede tuttavia tale necessità nel quadro della presente proposta. Di fatto, non è possibile che una società i cui valori mobiliari siano negoziati in mercati regolamentati emetta solo valori mobiliari che incorporano derivati ma non i valori mobiliari (azioni o titoli di debito) sottostanti.

Lettera c): cfr. supra, sezione 3.1.

Lettera d): la definizione include tutte le categorie di emittenti di valori mobiliari, compresi gli emittenti di titoli del debito sovrano e gli emittenti di determinate obbligazioni (tra cui le euro-obbligazioni), per le quali tuttavia l'articolo 8 prevede importanti esenzioni dall'obbligo di comunicazione periodica. Inoltre, la definizione chiarisce il trattamento dei certificati rappresentativi di valori mobiliari, incorporando pertanto l'articolo 6, paragrafo 3 della direttiva 2001/34/CE.

³⁸

Direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), modificata da ultimo dalle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 gennaio 2002, (GU L 41 del 13.2.2002, rispettivamente pag. 20 e pag. 34).

Lettera e): la definizione di "possessori di valori mobiliari" è stata introdotta per chiarire chi è responsabile della notifica agli emittenti di valori mobiliari delle modifiche delle partecipazioni importanti, nonché per chiarire il diritto alla parità di trattamento in sede di assemblea generale. Il punto ii) si basa sull'articolo 92, lettera a) della direttiva 2001/34/CE e copre il caso di banche depositarie o di fondi di investimento che detengano valori mobiliari a nome proprio ma per conto dei clienti. Il punto iii) chiarisce il trattamento dei certificati rappresentativi di valori mobiliari e integra pertanto l'articolo 85, paragrafo 2 della direttiva 2001/34/CE. Il punto iv) estende la definizione ai possessori di valori mobiliari che incorporano derivati, quali le obbligazioni convertibili o scambiabili (ma non le opzioni – cfr. anche supra, sezione 4.5.3); l'estensione è importante ai fini della comunicazione delle modifiche delle partecipazioni importanti.

Lettera f) e articolo 2, paragrafo 2: questa definizione va vista nel contesto della comunicazione agli emittenti delle modifiche delle partecipazioni importanti. L'obiettivo generale deve essere quello di assicurare che l'impresa madre sia tenuta a comunicare le proprie partecipazioni nonché le partecipazioni delle imprese controllate. La vigente definizione di "impresa controllata", di cui all'articolo 87 della direttiva 2001/34/CE, deve essere ampliata in modo da tener conto dei pareri espressi nel corso della seconda consultazione.

Lettera i): cfr. supra, sezione 4.1.3.

Lettera k): la definizione di "informazioni previste dalla regolamentazione" è di particolare pertinenza per gli articoli da 15 a 17.

Lettera l): la definizione di "mezzi elettronici" si rifà alla definizione già contenuta nella direttiva 98/34/CE, come modificata dalla direttiva 98/48/CE³⁹. Non comprende i mezzi di comunicazione off line, come la distribuzione di CD-ROM o i mezzi di comunicazione che non comportano trattamento elettronico dei dati, quale i servizi telefonico, fax o telex. Occorre delegare la Commissione a chiarire la definizione lungo queste linee.

5.2.3. *Articolo 3 - Integrazione dei mercati mobiliari*

L'accettazione di queste disposizioni costituirebbe la prova che la presente proposta favorisce l'ulteriore integrazione dei mercati mobiliari (cfr. supra, sezione 4.1.1.)

L'articolo 8, paragrafo 2 della vigente direttiva 2001/34/CE consente agli Stati membri di introdurre obblighi di comunicazione più severi a condizione che non si attuino discriminazioni ai danni degli emittenti esteri. Al contrario, con le disposizioni dell'acquis, risalenti ormai a 20 anni fa, si riconosce che il rispetto degli obblighi di trasparenza previsti dalla legislazione comunitaria non offre necessariamente una garanzia tale da permettere agli Stati membri di sopprimere le ulteriori restrizioni imposte a livello nazionale.

In futuro, solo lo Stato membro d'origine dovrebbe poter continuare a bloccare l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato in situazioni interne in cui l'emittente manchi di qualsiasi proiezione transfrontaliera.

³⁹ Direttiva 98/34/CE (GU L 2004 del 21.7.1998, pag. 37), come modificata dalla direttiva 98/48/CE (GU L 217 del 5.8.1998, pag. 18).

D'altra parte, bisogna continuare a tutelare gli investitori – come previsto dalla vigente normativa comunitaria (cfr. articolo 8, paragrafo 3 della direttiva 2001/34/CE) – facendo in modo che in linea generale gli Stati membri non possano esentare gli emittenti e i possessori di valori mobiliari dagli obblighi comunitari, né introdurre obblighi meno severi.

Per realizzare gli auspici e per fugare i timori espressi nel corso della consultazione, la proposta formulazione dell'articolo 3, paragrafo 2 chiarisce a sua volta il valore aggiunto costituito dall'armonizzazione della comunicazione delle informazioni idonee ad influire sull'andamento dei prezzi, ai sensi della futura direttiva sugli abusi di mercato: se un emittente si attiene a tali disposizioni, non vi sono ragioni imperative per impedirgli di accedere ai mercati regolamentati in altri Stati membri.

Occorre promuovere l'integrazione dei mercati mobiliari attenendosi alla stessa linea seguita in materia di comunicazione delle partecipazioni importanti (cfr. articolo 88 della direttiva 2001/34/CE). Lo Stato membro d'origine dell'emittente di valori mobiliari dovrebbe tuttavia poter continuare ad imporre altre soglie e termini più ravvicinati per la notificazione e la comunicazione, ovvero altre norme più severe di quelle previste dalla direttiva proposta.

5.3. Capo II. Informazioni periodiche

5.3.1. Articolo 4 – Relazione finanziaria annuale

Le finalità di questa disposizione sono illustrate nella sezione 4.2. La formulazione proposta sostituisce gli articoli 67 e 75 della direttiva 2001/34/CE per quanto concerne i seguenti aspetti tecnici:

- mira a chiarire la terminologia in linea con i principi contabili internazionali. La cosiddetta relazione finanziaria annuale dovrebbe essere costituita da due documenti: il bilancio (i cosiddetti conti annuali secondo la terminologia utilizzata nella quarta e nella settima direttiva sul diritto societario) e la relazione sulla gestione.
- Il bilancio dovrebbe essere sottoposto a revisione. Il parere del revisore dovrebbe essere riprodotto. La formulazione proposta è in linea con la quarta e la settima direttiva sul diritto societario.
- La relazione finanziaria annuale dovrebbe consentire la corretta identificazione delle persone responsabili. Occorre che gli investitori siano in grado di sapere chi detiene la responsabilità ultima delle informazioni fornite. Questo aspetto è strettamente collegato all'articolo 4 (cfr. anche sezione 3.4.).

5.3.2. Articolo 5 – Relazione finanziaria semestrale

Cfr. la sezione 4.3.2. per gli emittenti di azioni e la sezione 4.4. per gli emittenti di titoli di debito.

Questa disposizione si applica agli emittenti di tutti i tipi di valori mobiliari. Non impone alcun obbligo agli emittenti di sottoporre la relazione ad una revisione limitata di un revisore. In questa fase, la Commissione, seguendo il suggerimento della maggioranza di quanti hanno risposto alla consultazione, non ravvisa la necessità immediata di imporre tale obbligo a livello comunitario. Lo Stato membro

di origine dell'emittente può imporre tale obbligo conformemente al proposto articolo 3, paragrafo 2.

Tuttavia, se necessario, la Commissione dovrebbe poter intervenire conformemente alla procedura di comitato. La procedura accelerata raccomandata dal Comitato dei Saggi presieduto da A. Lamfalussy dovrebbe poter essere utilizzata per consentire alle istituzioni europee di ripristinare rapidamente la fiducia degli investitori nei momenti critici, qualora l'informativa societaria infrannuale dovesse dimostrarsi non attendibile.

5.3.3. *Articolo 6 - Informazione finanziaria trimestrale*

Cfr. le spiegazioni generali di cui alla sezione 4.3.1.

Non occorre che l'informazione finanziaria trimestrale si attenga allo IAS 34. Pertanto, il testo non parla più di relazione finanziaria trimestrale o di bilancio – termine riservato alle relazioni infrannuali redatte sulla base dei principi IAS. La procedura di comitato dovrebbe anche in questo caso permettere alla Commissione, in collaborazione con il Comitato europeo dei valori mobiliari e con il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, di chiarire, ad uso degli emittenti, dei partecipanti al mercato e degli investitori, il contenuto dell'informazione finanziaria trimestrale, di fissare il periodo di tempo nel corso del quale le informazioni pubblicate devono essere mantenute a disposizione del pubblico e di individuare quale tipo di revisione limitata effettuata dai revisori su richiesta dell'emittente debba essere comunicata al pubblico.

5.3.4. *Articolo 7 - Responsabilità*

Disposizioni simili sono previste nella proposta modificata della Commissione di direttiva sul prospetto. Cfr. anche la sezione 3.4. La responsabilità del carattere fuorviante o inesatto delle informazioni ad hoc di cui sarà richiesta la comunicazione ai sensi della futura direttiva sugli abusi di mercato continuerà ad essere disciplinata dalla normativa nazionale.

5.3.5. *Articolo 8 – Esenzioni*

Occorre che gli emittenti di titoli del debito sovrano siano assoggettati ad un regime di trasparenza meno severo, dato che ad essi non si applica l'obbligo di informativa periodica (cfr. l'articolo 2, paragrafo 2, lettera b), l'articolo 3, paragrafo 2, lettera b) e l'articolo 4, paragrafo 3 della direttiva 2001/34/CE). Tuttavia, tali emittenti dovrebbero sia beneficiare delle disposizioni generali in materia di comunicazione sia essere assoggettati alle stesse, quali il divieto di imposizione di ulteriori obblighi da parte di Stati membri diversi dallo Stato membro d'origine (articolo 3) o l'esigenza di garantire la comunicazione contestuale ed efficace di qualsiasi informazione di cui deve essere data comunicazione ai sensi dell'articolo 17. Essi rimangano inoltre assoggettati all'obbligo di assicurare parità di trattamento ai possessori di titoli di debito di pari grado, come proposto all'articolo 14 (cfr. anche l'articolo 83 della direttiva 2001/34/CE).

Lungo la stessa linea, una limitata tutela degli investitori è prevista per le società che emettono esclusivamente valori mobiliari destinati in particolare agli investitori professionali (con un valore nominale di almeno 50 000 EUR). La Commissione

segue in ciò l'accordo politico raggiunto in seno al Consiglio il 5 novembre 2002 per una posizione comune sulla futura direttiva sul prospetto.

5.4. Capo III. Informazione continuativa

5.4.1. Articolo 9 - Notifica dell'acquisizione o della cessione di partecipazioni importanti

L'obiettivo dell'introduzione di un regime di notifica più severo basato su un numero superiore di soglie è già stato illustrato nella sezione 4.5.1. Alla luce delle risposte pervenute, la Commissione ha deciso di proporre non dieci soglie, come nel documento di consultazione, bensì otto. È data facoltà agli Stati membri di prescrivere ulteriori soglie, in particolare soglie inferiori (come nel Regno Unito (3%) o in Italia (2%)). L'articolo 89, paragrafo 1 della direttiva 2001/34/CE consente agli Stati membri di prevedere che una società venga informata anche in merito alla quota di capitale detenuta da un investitore, qualora uno Stato membro non applichi il principio "un'azione un voto".

Lettera a): tra quanti hanno risposto alla consultazione alcuni esprimono dubbi sull'opportunità di includere nel regime di notifica i derivati che consentono di acquisire o di vendere azioni. La Commissione pertanto limita l'obbligo di notifica ai valori mobiliari che incorporano derivati. Di conseguenza, i warrant e le obbligazioni convertibili sono inclusi mentre le opzioni rimangono fuori (cfr. anche sezione 4.5.3, nonché articolo 2, lettera e)). La Commissione propone inoltre di lasciare agli Stati membri la facoltà di decidere se fissare o meno l'obbligo di notifica già ad una soglia del 5%. Considerate le reazioni delle autorità nazionali, questa possibilità dovrebbe applicarsi anche all'usufrutto su azioni (cfr. anche articolo 10).

Le lettere b e c) consentono agli Stati membri di modulare due delle soglie sulla base delle norme nazionali che consentono minoranze di blocco o maggioranze qualificate nelle assemblee generali; esse limitano però ulteriormente la discrezionalità degli Stati membri rispetto a quanto previsto dall'articolo 89, paragrafo 1, lettere a) e b) della direttiva 2001/34/CE).

5.4.2. Articolo 10 - Determinazione dei diritti di voto

- L'articolo 10 specifica le persone che possono – per legge o di fatto – esercitare i diritti di voto per conto del possessore di valori mobiliari. È possibile che le partecipazioni detenute da un singolo possessore di valori mobiliari non sempre raggiungano le soglie previste; notevolmente diversa potrebbe tuttavia essere la situazione delle banche depositarie, dei fondi d'investimento, delle persone delegate e di altre persone che possono esercitare diritti di voto per conto di molti possessori dei valori mobiliari.
- Questa disposizione è importante per due ragioni: innanzitutto, in questo modo le società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati vengono informate non solo in merito ai possessori dei valori mobiliari ma anche in merito ai soggetti che di fatto possono esercitare una grande influenza; in secondo luogo, la disposizione mira a promuovere lo scambio di informazioni tra le società e i possessori dei valori mobiliari in sede di assemblea generale (cfr. articolo 13, paragrafo 3 e articolo 14, paragrafo 3).

- La presente disposizione riprende sostanzialmente l'articolo 92 della direttiva 2001/34/CE, fatte salve le modifiche che si illustrano di seguito, che tengono conto dei commenti pervenuti nel corso delle consultazioni.
- La limitazione delle definizioni ai soggetti autorizzati a votare per conto dell'azionista comporta la soppressione dell'attuale lettera a) dell'articolo 92 della direttiva 2001/34/CE, che è stata incorporata nella definizione di possessore di valori mobiliari di cui all'articolo 2, lettera e), punto ii). La lettera a) dell'articolo 10 corrisponde alla lettera c) dell'articolo 92 della direttiva 2001/34/CE. Allo stesso modo, la lettera b) dell'articolo 10 riprende l'attuale lettera d) dell'articolo 92 della direttiva 2001/34/CE); la lettera c) dell'articolo 10 riprende la lettera e) dell'articolo 92 – ponendo l'accento sui soggetti presso i quali le azioni sono depositate a titolo di garanzia⁴⁰ – e la lettera d) dell'articolo 10 riprende la lettera f) dell'articolo 92.
- Accogliendo quanto richiesto da più parti, all'articolo 10, lettera e) è stata estesa, rispetto al vigente articolo 92, lettera b), la definizione delle situazioni in cui i diritti di voto sono esercitabili per conto di controllate. Ciò è reso possibile dalla più ampia definizione di cui al proposto articolo 2, lettera f).
- La formulazione dell'articolo 10, lettera f) corrisponde a quella dell'articolo 92, lettera h). L'articolo 10, lettera g) riprende integralmente il testo dell'articolo 92, lettera g).
- L'unica nuova disposizione riguarda le persone fisiche e giuridiche che esercitano diritti di voto in virtù di una delega (articolo 10, lettera h)). Dato che in tutti gli Stati membri è in genere autorizzato l'uso della delega di voto nelle assemblee generali, una società dovrebbe essere debitamente informata delle partecipazioni importanti per le quali una persona delegata ha ricevuto istruzioni comuni da parte di un certo numero di azionisti.

5.4.3. *Articolo 11 – Procedure in materia di notifica e di comunicazione delle partecipazioni importanti*

L'articolo 11, paragrafo 1 chiarisce il contenuto minimo della notifica da trasmettere ad una società. La direttiva 2001/34/CE non contiene alcuna disposizione in materia. Le reazioni suscitate nel corso delle due tornate di consultazioni hanno spinto la Commissione ad abbandonare la proposta iniziale che prevedeva che l'emittente venisse informato dell'intero contenuto dell'accordo tra gli azionisti. Gli emittenti e il pubblico hanno tuttavia un interesse legittimo ad essere informati per lo meno del compenso previsto per tali accordi sui diritti di voto.

L'articolo 11, paragrafo 2 riduce il termine per la notifica da sette a cinque giorni lavorativi. Il riferimento ai giorni lavorativi invece che ai giorni di calendario è più in linea con la realtà del mercato e segue il parere espresso da molte parti. Occorre sopprimere i termini più lunghi fissati dalla normativa nazionale (ai sensi dell'articolo 92, ultimo paragrafo della direttiva 2001/34/CE), in particolare per le banche presso le quali sono depositati i valori mobiliari. Cfr. anche l'articolo 26 relativo alle disposizioni transitorie.

⁴⁰ Il termine garanzia si rifà alla terminologia della direttiva 2002/47/EC, del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria, GU L 168 del 27.6.2002, pag.43.

L'articolo 11, paragrafo 3 corrisponde all'articolo 93 della direttiva 2001/34/CE. Le ulteriori esenzioni previste dall'articolo 94 (operatori professionisti) e dell'articolo 95 (divulgazione contraria all'interesse pubblico o che arreca danno alle società interessate) della vigente direttiva 2001/34/CE sono superate, come ha convenuto la maggioranza degli intervenuti alle due consultazioni. Molti di quanti hanno risposto alle consultazioni hanno tuttavia espresso il parere che occorra prevedere un trattamento specifico per le partecipazioni importanti in sede di compensazione e di regolamento. La Commissione ha tenuto conto di tale parere nel quadro della definizione di possessore di valori mobiliari di cui all'articolo 2, lettera e), punto ii).

L'articolo 11, paragrafo 4 corrisponde all'articolo 91 della direttiva 2001/34/CE, tranne il termine di comunicazione che viene ridotto a tre giorni lavorativi. Il nuovo termine dovrebbe essere introdotto secondo le modalità di cui all'articolo 26.

5.4.4. Articolo 12 – Informazioni supplementari

L'articolo 12, lettera a) corrisponde all'articolo 66, paragrafo 2 della direttiva 2001/34/CE; l'articolo 12, lettera b) corrisponde all'articolo 81, paragrafi 2 e 3: esso però estende gli obblighi di comunicazione agli emittenti di titoli del debito sovrano.

5.4.5. Articolo 13 – Informazioni per i possessori di azioni

L'articolo 13, paragrafo 1 corrisponde all'articolo 65, paragrafo 1 della direttiva 2001/34/CE. Date le molte domande poste nel corso delle consultazioni, occorre sottolineare che la formulazione dell'articolo non ha mai fatto riferimento al principio "un'azione un voto".

L'articolo 13, paragrafo 2 segue nella sostanza l'articolo 65, paragrafo 2 della direttiva 2001/34/CE. L'unico elemento nuovo è stato inserito alla lettera b) che prevede che un azionista possa delegare i diritti di voto conformemente alla normativa dello Stato membro d'origine dell'emittente (cfr. anche la sezione 4.6.2.). Tuttavia, non dovrebbe essere necessario conferire una delega ad una persona diversa per ogni Stato membro. Alla lettera d), la parola "rinuncia" viene sostituita dalla parola "cancellazione", a seguito delle numerose richieste di chiarimento della formulazione dell'articolo 65, paragrafo 2 della vigente direttiva 2001/34/CE (che fa riferimento a "rinuncia").

L'articolo 13, paragrafo 3 fissa condizioni minime per la comunicazione di informazioni agli azionisti tramite mezzi elettronici. Gli obiettivi generali sono illustrati nella precedente sezione 4.6.3.

5.4.6. Articolo 14 – Informazioni per i possessori di titoli di debito

– L'articolo 14 contiene disposizioni simili a quelle previste per gli azionisti. Tuttavia, i diritti connessi ai titoli di debito differiscono dai diritti connessi alle azioni. Si rende pertanto necessario introdurre una disposizione specifica per i titoli di debito, di cui all'articolo 2, lettera b). Tenendo conto delle numerose reazioni pervenute nel corso delle due consultazioni, la Commissione non ritiene più necessaria una deroga al principio della parità di trattamento in funzione di priorità di carattere sociale, secondo quanto disposto dall'articolo 78, paragrafo 1, secondo comma e dall'articolo 83, paragrafo 1, secondo comma della vigente direttiva 2001/34/CE. Date le particolarità dei mercati delle euro-obbligazioni,

l'articolo 14, paragrafo 3 consente agli emittenti di scegliere in quale Stato membro tenere l'assemblea dei possessori di titoli di debito.

5.5. Capo IV. Obblighi di ordine generale

5.5.1. Articolo 15 - Controllo dello Stato membro d'origine

Le ragioni di ordine generale alla base di un sistema di deposito nello Stato membro d'origine sono illustrate nella sezione 4.1.2.. Attualmente gli Stati membri sono genericamente tenuti a "garantire" che le informazioni vengano pubblicate (cfr. ad esempio l'articolo 70 della direttiva 2001/34/CE sulle relazioni semestrali), tranne nel caso di notifica delle modifiche delle partecipazioni importanti, le quali devono essere comunicate non solo agli emittenti ma anche alle autorità competenti (cfr. l'articolo 89, paragrafo 1 della direttiva 2001/34/CE).

La Commissione dovrebbe essere autorizzata ad adottare le seguenti ulteriori misure tecniche di esecuzione:

- in futuro deve essere consentito in particolare il deposito tramite mezzi elettronici. Se ciò non fosse, le condizioni per il deposito presso le autorità nazionali di regolamentazione non sarebbero chiaramente al passo con il sistema di deposito presso i registri delle imprese di cui alla proposta della Commissione di riforma della prima direttiva sul diritto societario⁴¹;
- nel caso delle azioni, lo Stato membro d'origine conserva la competenza per il controllo dell'emittente anche nel caso in cui le azioni dell'emittente siano ammesse alla negoziazione solo in un altro Stato membro. Le misure di esecuzione dovrebbero definire i dettagli dell'organizzazione del controllo tra gli Stati membri interessati.

5.5.2. Articolo 16 – Regime linguistico per gli emittenti e i possessori di valori mobiliari

Gli obiettivi del regime linguistico proposto sono illustrati nella sezione 3.2.1. La formulazione proposta segue quanto concordato in seno al Consiglio il 5 novembre 2002 per una posizione comune sulla direttiva sul prospetto. Inoltre, l'articolo impone agli emittenti l'obbligo di comunicare le informazioni privilegiate – come disposto dall'articolo 6 della direttiva sugli abusi di mercato (direttiva 2003/6/CE) – attenendosi ad uno specifico regime linguistico. Altrimenti, gli emittenti avrebbero l'obbligo di tradurre tutte le informazioni che sono tenuti a pubblicare nelle lingue ufficiali di tutti gli Stati membri nei cui mercati i loro valori mobiliari potrebbero essere negoziati.

Tuttavia, vi è un'importante differenza rispetto alla futura direttiva sul prospetto. Quest'ultima consente ancora allo Stato membro ospitante di richiedere la traduzione nella sua lingua ufficiale di una sintesi del prospetto, il che non appare il giusto modo di procedere nel quadro della presente direttiva. La presente proposta si discosta quindi dall'impostazione adottata per la futura direttiva sul prospetto in due modi:

⁴¹ Articolo 3, paragrafo 2 della proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 68/151/CEE del Consiglio, per quanto riguarda i requisiti di pubblicità di taluni tipi di società, COM (2002) 279 def. del 3.6.2002.

- l'articolo 16, paragrafo 3 non consente agli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un unico Stato membro ospitante ma in nessun altro Stato membro dell'Unione europea, di scegliere tra determinate lingue; lo Stato membro ospitante può in linea di principio imporre l'uso della propria lingua. Questa disposizione dovrebbe consentire di prevenire il cosiddetto "forum shopping" (o anche il "language shopping");
- l'articolo 16, paragrafo 6 lascia impregiudicate le norme nazionali relative ai regimi linguistici nei procedimenti giudiziari.

Come illustrato nella precedente sezione 3.2.1., le proposte disposizioni sul regime linguistico lasciano impregiudicati gli obblighi previsti dall'articolo 4 della direttiva 89/117/CEE del Consiglio (settima direttiva sul diritto societario).

5.5.3. *Articolo 17 – Accesso alle informazioni tempestivo e a condizioni di parità*

- I paragrafi 1 e 2 dell'articolo 17 sostituiscono l'articolo 102 della direttiva 2001/34/CE per quanto riguarda le informazioni da comunicare al pubblico ai sensi della presente direttiva. L'articolo 17 stabilisce anche in quale Stato membro e con quali mezzi deve essere effettuata la comunicazione di informazioni idonee ad influire sull'andamento dei prezzi. Cfr. sezione 3.2.2..
- L'articolo 17, paragrafo 4 autorizza la Commissione a specificare ulteriormente le condizioni per la comunicazione al pubblico delle informazioni attraverso i siti Internet dell'emittente, nonché per il mantenimento di dette informazioni a disposizione del pubblico. Ciò include questioni quali ad esempio se l'emittente sia tenuto ad assicurare che i suoi siti Internet operino su un server localizzato in uno specifico Stato membro o se l'utilizzo di specifici mezzi di diffusione possa essere imposto anche ad emittenti che non hanno richiesto o approvato l'ammissione dei propri valori mobiliari alla negoziazione in quel mercato regolamentato.

5.5.4. *Articolo 18 - Orientamenti*

L'idea alla base di questa disposizione è stata illustrata nella sezione 3.2.2. L'articolo 18, paragrafo 1, lettera a) tratta un aspetto specifico: il sistema di deposito proposto non dovrebbe comportare un'inutile duplicazione degli obblighi per gli emittenti che rimangono assoggettati all'obbligo di deposito ai sensi della prima direttiva sul diritto societario⁴². In pratica, ciò riguarda sostanzialmente i bilanci (i conti) e la relazione sulla gestione. Questi tipi di informazioni dovrebbero essere depositati presso le autorità nazionali di regolamentazione, conformemente al proposto articolo 15, e in una fase successiva presso i registri nazionali delle imprese, conformemente all'articolo 47 della quarta direttiva sul diritto societario e all'articolo 38 della settima direttiva sul diritto societario, in combinato disposto con l'articolo 3 della prima direttiva sul diritto societario.

⁴² Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 68/151/CEE del Consiglio, per quanto riguarda i requisiti di pubblicità di taluni tipi di società – COM(2002) 279 def. del 3.6.2002.

5.5.5. *Articolo 19 – Paesi terzi*

L'articolo 19, paragrafo 1 disciplina il trattamento degli emittenti aventi sede in paesi terzi. Ai sensi dell'articolo 76, paragrafo 4 della direttiva 2001/34/CE tali emittenti sono tenuti ad assicurare un'informativa infrannuale equivalente (sulla base delle relazioni semestrali). Lo stesso vale per quanto riguarda la comunicazione delle modifiche delle partecipazioni importanti da parte di emittenti di paesi terzi ai sensi dell'articolo 68, paragrafo 3, secondo comma della direttiva 2001/34/CE. In futuro occorre evitare soluzioni più favorevoli per gli emittenti dei paesi terzi a scapito degli emittenti europei. Ciò include anche l'obbligo di fornire l'informazione finanziaria trimestrale dato che i mercati azionari statunitensi, che rappresentano il 60% della capitalizzazione di mercato a livello mondiale, sono assoggettati a obblighi di comunicazione anche più rigorosi. Inoltre, questa disposizione crea le premesse per meccanismi di equivalenza che garantiscano un alto grado di tutela dei possessori europei di azioni di emittenti di paesi terzi pari al grado di tutela previsto dagli articoli 13 e 14. Tuttavia, le proposte regole di equivalenza si applicano solo agli obblighi di comunicazione previsti dalla presente direttiva ma non agli obblighi cui l'emittente è assoggettato ai sensi della direttiva sugli abusi di mercato.

L'articolo 19, paragrafo 2 si basa sull'articolo 69, paragrafo 2, sull'articolo 82, paragrafo 2 e sull'articolo 84, paragrafo 2 della direttiva 2001/34/C, e riguarda sia gli emittenti europei che gli emittenti dei paesi terzi. L'articolo 19, paragrafo 3 riprende una disposizione simile già contenuta nella futura direttiva sul prospetto.

5.6. Capo V. Cooperazione tra autorità competenti

5.6.1. *Articolo 20 - Autorità competenti*

Attualmente, ai sensi della direttiva 2001/34/CE gli Stati membri sono tenuti semplicemente a notificare le loro autorità competenti. La designazione di un'autorità competente in ciascuno Stato membro risponde ad un'esigenza di efficienza, di chiarezza e di accresciuta cooperazione tra autorità competenti. È necessario che le autorità competenti abbiano carattere di organi amministrativi in modo da prevenire possibili conflitti d'interesse nell'utilizzazione dei dati finanziari contenuti nell'informazione finanziaria trimestrale e nella relazione finanziaria annuale. Ciò consentirà una maggiore coerenza e chiarezza nell'applicazione delle disposizioni della direttiva.

Nel corso delle consultazioni alcune autorità nazionali di regolamentazione e alcune borse valori hanno sostenuto che i compiti dell'autorità competente ai sensi della presente direttiva (in particolare la funzione di depositario) potrebbe essere delegata al gestore di un mercato regolamentato nello Stato membro, conformemente al proposto articolo 20, paragrafo 2.

Tuttavia, una delega permanente darebbe origine ad un sistema tale per cui le informazioni annuali da comunicare ai sensi dell'articolo 10 della futura direttiva sul prospetto verrebbero depositate presso l'autorità competente che potrebbe trovarsi nella situazione di non poter più delegare questa funzione dopo la fine del periodo di cinque anni a decorrere dall'entrata in vigore della direttiva sul prospetto, mentre al contrario la funzione di depositario di tutte le informazioni societarie periodiche o continuative da comunicare al pubblico rimarrebbe soggetta alla delega permanente. Se venisse scelta questa opzione, gli emittenti di valori mobiliari si troverebbero a

dover trattare con tutta una varietà di organismi nazionali (autorità e altri organismi delegati). L'obiettivo di medio periodo è fare in modo che le informazioni vengano depositate presso un unico soggetto in ogni Stato membro e non presso 30-40 organismi in 15 Stati membri.

Questa opzione non sarebbe in contraddizione con la soluzione adottata nel quadro della direttiva sugli abusi di mercato. Certamente, la direttiva sugli abusi di mercato, in particolare l'articolo 12, paragrafo 1, lettera c), consente anche una delega di lunga durata. La presente proposta disciplina solo due aspetti della comunicazione delle informazioni ad hoc: il regime linguistico e la diffusione delle informazioni. Le decisioni sul regime linguistico dovrebbero essere lasciate alle autorità pubbliche; il controllo sull'efficiente diffusione delle informazioni deve essere chiaramente distinto dalla funzione stessa di diffusione delle informazioni, funzione che costituisce un'attività a fine di lucro, nella quale i gestori dei mercati regolamentati hanno anch'essi un proprio interesse commerciale.

5.6.2. *Articoli 21 e 22*

L'obbligo del segreto d'ufficio per il personale delle autorità nazionali di regolamentazione dovrebbe fugare i timori espressi nel corso delle consultazioni dai revisori, i quali si mostrano riluttanti a fornire informazioni sui propri clienti.

5.7. **Capo IV. Misure di esecuzione**

5.7.1. *Articolo 23 – Comitato europeo dei valori mobiliari*

Il Comitato europeo dei valori mobiliari dovrebbe assistere la Commissione conformemente alla procedura di regolamentazione di cui all'articolo 5 della decisione 1999/468/CE del Consiglio sulla procedura di comitato. Inoltre, le relative decisioni possono essere adottate solo entro il termine di quattro anni, come concordato tra le istituzioni europee nel quadro dell'attuazione delle raccomandazioni della relazione finale del Comitato dei Saggi (cfr. supra, sezione 2.2.).

5.8. **Capo VII. Disposizioni transitorie e finali**

5.8.1. *Articolo 26 - Disposizioni transitorie*

Ai sensi dell'articolo 26, paragrafo 1, gli Stati membri possono introdurre i nuovi obblighi in materia di informativa finanziaria secondo due modalità (cfr. anche supra, sezione 4.3.): l'articolo consente di mantenere le esenzioni già concesse ad alcune società che emettono titoli di debito o che redigono i propri bilanci sulla base dei principi contabili statunitensi (US GAAP), come già previsto nel regolamento sui principi contabili internazionali. Esso consente inoltre agli Stati membri di non imporre alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati l'utilizzo dei principi IAS già a partire dalla relazione finanziaria semestrale relativa al primo semestre del 2005.

L'articolo 26, paragrafo 2 disciplina a vantaggio degli investitori e degli emittenti l'ordinata transizione da un sistema meno severo di comunicazione delle modifiche delle partecipazioni importanti (cfr. sezione 5.3.) al sistema previsto dalla presente proposta di direttiva. In pratica, esso prevede l'estensione dei termini di comunicazione per i possessori di valori mobiliari e per gli emittenti.

L'articolo 26, paragrafo 3 prevede una clausola di salvaguardia per gli emittenti di titoli di debito che abbiano beneficiato della possibilità offerta dall'articolo 27 della direttiva 2001/34/CE. Questi emittenti saranno esentati dall'obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria semestrale per un periodo di tre anni dall'entrata in vigore della direttiva, a condizione che l'ammissione alla negoziazione dei loro titoli di debito avvenga prima dell'entrata in vigore della direttiva sul prospetto, la quale abrogherà l'articolo 27 della direttiva 2001/34/CE.

Proposta di

DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE

(Testo rilevante ai fini del SEE)

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare gli articoli 44 e 95,

vista la proposta della Commissione⁴³,

visto il parere del Comitato economico e sociale europeo⁴⁴,

deliberando secondo la procedura di cui all'articolo 251 del trattato⁴⁵,

considerando quanto segue:

- (1) Mercati mobiliari efficienti ed integrati contribuiscono a creare un vero mercato unico nella Comunità e stimolano la crescita e la creazione di occupazione grazie ad una migliore allocazione del capitale e ad una riduzione dei costi. La comunicazione di informazioni accurate e tempestive sugli emittenti di valori mobiliari rafforza la fiducia degli investitori, consente una valutazione informata dei risultati economici e degli attivi di tali emittenti e potenzia in tal modo l'efficienza del mercato. Inoltre la responsabilità degli emittenti di valori mobiliari in materia di comunicazione delle informazioni costituisce uno strumento indiretto per promuovere il governo societario in tutta la Comunità.
- (2) A tal fine gli emittenti di valori mobiliari devono garantire agli investitori una trasparenza adeguata tramite un flusso regolare di informazioni. Sempre a tal fine, i possessori di valori mobiliari devono informare gli emittenti di tali valori in merito all'acquisizione o alla cessione di partecipazioni importanti cosicché questi ultimi siano in grado di tenere il pubblico informato.
- (3) La comunicazione della Commissione dell'11 maggio 1999 intitolata "Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione"⁴⁶ individua una serie di azioni che sono necessarie per completare il mercato unico dei servizi finanziari. Il

⁴³ GU C ...

⁴⁴ GU C ...

⁴⁵ Parere del Parlamento europeo del .../.../..., pubblicato nella GU --- e decisione del Consiglio del .../.../..., pubblicata nella GU ---.

⁴⁶ COM (1999) 232 def.

Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000 ha chiesto che tale piano venga attuato entro il 2005. Il Piano d'azione sottolinea la necessità di adottare una direttiva che rafforzi gli obblighi di trasparenza. Tale necessità è stata confermata dal Consiglio europeo di Barcellona del marzo 2002.

- (4) Una maggiore armonizzazione delle disposizioni di diritto nazionale riguardanti gli obblighi di informazione periodica e continuativa per gli emittenti di valori mobiliari deve garantire un grado elevato di tutela degli investitori in tutta la Comunità. Tuttavia la presente direttiva lascia impregiudicata la legislazione comunitaria vigente in materia di quote emesse dagli organismi di investimento collettivo diversi da quelli di tipo chiuso o in materia di quote acquisite o cedute tramite tali organismi.
- (5) La vigilanza sugli emittenti ai fini della presente direttiva è esercitata nel modo più efficace dallo Stato membro nel quale l'emittente ha la sua sede legale. Sotto questo profilo è importante garantire la coerenza con la direttiva [...] /CE] del Parlamento europeo e del Consiglio del [...] relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari⁴⁷. Nella stessa prospettiva, è opportuno introdurre una certa flessibilità autorizzando le società che emettono solo titoli di debito di valore nominale unitario elevato a scegliere lo Stato membro d'origine.
- (6) Un grado elevato di tutela degli investitori in tutta la Comunità consentirebbe di rimuovere gli ostacoli all'ammissione di valori mobiliari in mercati regolamentati situati o operanti nel territorio di uno Stato membro. Gli Stati membri diversi dallo Stato membro d'origine non devono più essere autorizzati a limitare l'ammissione di valori mobiliari nei loro mercati regolamentati imponendo obblighi più severi in materia di informazione periodica e continuativa agli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.
- (7) Il regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002 relativo all'applicazione di principi contabili internazionali⁴⁸ ha già creato le premesse per la convergenza degli obblighi di informativa finanziaria in tutta la Comunità per gli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che redigono conti consolidati. Pertanto è già in essere un regime specifico per gli emittenti di valori mobiliari, oltre al sistema generale previsto per tutte le società dalle direttive sul diritto societario. La presente direttiva sviluppa questo approccio per quanto riguarda l'informativa finanziaria annuale e infrannuale.
- (8) Una volta che i valori mobiliari dell'emittente sono stati ammessi in un mercato regolamentato, la relazione finanziaria annuale deve assicurare l'informazione su base annua. Una migliore comparabilità delle relazioni finanziarie annuali è utile agli investitori nei mercati mobiliari solo se questi ultimi possono avere la certezza che dette relazioni saranno pubblicate entro un termine massimo.
- (9) La disponibilità di informazioni più tempestive e più attendibili sui risultati dell'emittente nel corso dell'anno presuppone inoltre una maggiore frequenza nell'informazione finanziaria infrannuale. Si è registrata una forte tendenza a livello internazionale e nella maggioranza degli Stati membri a passare ad una frequenza

⁴⁷ GU L [...], [...], pag. [...]

⁴⁸ GU L 243 del 11.9.2002, pag. 1.

trimestrale, ma gli obblighi riguardanti l'informazione trimestrale divergono. Occorre compiere un primo importante passo rendendo obbligatoria l'informazione finanziaria trimestrale relativa al primo e al terzo trimestre dell'esercizio. Questa informazione finanziaria trimestrale non implicherebbe la redazione di relazioni infrannuali conformemente ai principi contabili internazionali, in particolare allo IAS 34. L'informazione finanziaria trimestrale deve invece fornire dati storici fondamentali sui risultati dell'emittente. Può includere, a scelta dell'emittente, informazioni sulle tendenze previste che consentano agli investitori di valutare le strategie di lungo termine perseguite dagli emittenti di azioni.

- (10) Occorre rafforzare la fiducia degli investitori prevedendo che, in base al diritto nazionale, una società ed i suoi organi di amministrazione, di direzione o di controllo siano responsabili, anche civilmente, per quanto riguarda l'informativa finanziaria annuale e infrannuale. È questo il modo più efficace per assicurare l'osservanza, da parte degli emittenti, dell'obbligo di fornire al pubblico informazioni accurate ed attendibili. Ciascuno Stato membro deve assicurare che la sua legislazione o regolamentazione preveda tale responsabilità.
- (11) Il pubblico deve essere informato delle modifiche delle partecipazioni importanti in emittenti i cui valori mobiliari sono negoziati in un mercato regolamentato situato o operante all'interno della Comunità; tali emittenti possono informare il pubblico delle modifiche delle partecipazioni importanti solo se sono stati informati di tali modifiche dai possessori. Le predette informazioni devono consentire agli investitori di acquisire o cedere azioni essendo pienamente consapevoli di modifiche negli assetti di voto e di capitale che possano determinare l'esistenza di minoranze di blocco; esse devono inoltre rafforzare il controllo effettivo degli emittenti di azioni e migliorare la trasparenza globale del mercato rispetto ad importanti movimenti di capitali. Per semplificare i termini per la notifica delle modifiche dei diritti di voto o degli assetti di capitale e per uniformarli maggiormente tra Stati membri, si deve fissare a cinque giorni lavorativi il termine per la notifica da parte del possessore e a tre giorni lavorativi il termine per la successiva comunicazione di tali informazioni da parte dell'emittente.
- (12) L'informazione continuativa dei possessori di valori mobiliari deve continuare ad essere basata sul principio della parità di trattamento. Tale principio si applica solo agli azionisti che sono nella stessa posizione e non pregiudica pertanto la questione di quanti diritti di voto possano essere connessi ad una determinata azione. Analogamente, i possessori di titoli di debito dello stesso grado devono continuare a beneficiare di parità di trattamento. È indispensabile agevolare l'informazione dei possessori di valori mobiliari nelle assemblee generali. In particolare occorre favorire una partecipazione più attiva dei possessori di valori mobiliari residenti all'estero, consentendo loro di delegare altre persone ad agire per loro conto. Per le stesse ragioni i possessori di valori mobiliari devono decidere in un'assemblea generale se l'uso delle moderne tecnologie di informazione e di comunicazione debba diventare una realtà.
- (13) L'eliminazione degli ostacoli esistenti e l'applicazione efficace dei nuovi obblighi di informazione comunitari presuppongono anche un controllo adeguato da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine. La presente direttiva non deve prevedere l'esame del contenuto delle informazioni finanziarie da comunicare, ma deve almeno fornire una garanzia minima della disponibilità tempestiva di tali informazioni. Per tale ragione l'autorità competente dello Stato membro d'origine deve introdurre un sistema di deposito di tali informazioni.

- (14) L'eventuale obbligo per l'emittente di tradurre tutta l'informazione continuativa e periodica in tutte le lingue pertinenti di tutti gli Stati membri dove i suoi valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione non promuove l'integrazione dei mercati mobiliari, ma ha effetti deterrenti sull'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in mercati regolamentati oltre frontiera. Pertanto l'emittente deve avere il diritto di fornire informazioni redatte in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale in caso di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in più di uno Stato membro. Giacché è necessario un impegno particolare per attirare gli investitori dall'estero, anche da paesi esterni alla Comunità, gli Stati membri non devono più impedire ai possessori di valori mobiliari di notificare all'emittente le informazioni richieste in una lingua utilizzata comunemente negli ambienti della finanza internazionale.
- (15) Per garantire un accesso tempestivo alle informazioni sull'emittente i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di più di uno Stato Membro, anche i siti Internet dell'emittente interessato possono essere utilizzati come mezzi di comunicazione al pubblico, purché sia garantita la diffusione delle informazioni in tempo reale, unitamente ad un sistema di avviso elettronico efficiente per tutte le parti interessate.
- (16) Per semplificare ulteriormente l'accesso degli investitori all'informazione societaria in tutti gli Stati membri, occorre lasciare alle autorità nazionali di vigilanza il compito di formulare orientamenti per l'istituzione di reti elettroniche, in stretta consultazione con le altre parti interessate, in particolare con gli emittenti di valori mobiliari, gli investitori, i partecipanti al mercato, i gestori di mercati regolamentati ed i fornitori di informazioni finanziarie.
- (17) Per assicurare l'effettiva tutela degli investitori ed il corretto funzionamento dei mercati regolamentati all'interno della Comunità, le regole riguardanti le informazioni che devono essere pubblicate dagli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato della Comunità devono applicarsi anche agli emittenti che non hanno sede legale in uno Stato membro e che non rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 48 del trattato. Occorre inoltre garantire che eventuali informazioni pertinenti supplementari sugli emittenti della Comunità o di paesi terzi la cui comunicazione sia obbligatoria in un paese terzo ma non in uno Stato membro vengano messe a disposizione del pubblico nella Comunità.
- (18) In ogni Stato membro deve essere designata un'unica autorità competente, cui spetti la responsabilità finale per la vigilanza sull'osservanza delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, nonché per la collaborazione internazionale. Tale autorità deve avere carattere di organo amministrativo e deve esserne garantita l'indipendenza nei confronti degli operatori economici in modo da prevenire conflitti di interessi.
- (19) L'incremento delle attività transfrontaliere impone che venga migliorata la cooperazione tra le autorità competenti nazionali e che venga adottato un insieme di disposizioni di ampia portata per lo scambio di informazioni e per l'adozione di provvedimenti cautelari. L'organizzazione delle funzioni di regolamentazione e di vigilanza in ogni Stato membro non deve ostacolare la cooperazione tra le autorità nazionali competenti.

- (20) Nella riunione del 17 luglio 2000 il Consiglio ha istituito il Comitato dei Saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari. Nella relazione finale il Comitato dei Saggi ha proposto l'introduzione di nuove tecniche legislative basate su un approccio articolato su quattro livelli, vale a dire principi essenziali, misure tecniche di esecuzione, cooperazione tra le autorità nazionali di regolamentazione dei mercati mobiliari e vigilanza sul rispetto delle norme comunitarie. La direttiva deve limitarsi a stabilire principi quadro di carattere generale, mentre le misure tecniche di esecuzione, che devono essere adottate dalla Commissione con l'assistenza del Comitato europeo dei valori mobiliari, devono regolamentare i dettagli di natura tecnica.
- (21) Con la risoluzione adottata nel marzo 2001 il Consiglio europeo di Stoccolma ha approvato la relazione finale del Comitato dei Saggi e la proposta di un approccio articolato su quattro livelli per accrescere l'efficienza e la trasparenza del processo legislativo di adozione della normativa comunitaria in materia di valori mobiliari.
- (22) Secondo la risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma, occorre utilizzare più frequentemente le misure di esecuzione, per garantire che le disposizioni tecniche possano tenere il passo con l'evoluzione dei mercati e della vigilanza, e occorre fissare un calendario per tutte le fasi dei lavori relativi alle misure di esecuzione.
- (23) Con la sua risoluzione sull'attuazione della legislazione riguardante i servizi finanziari, del 5 febbraio 2002, anche il Parlamento europeo ha approvato la relazione del Comitato dei Saggi, sulla base della dichiarazione solenne fatta dal presidente della Commissione di fronte al Parlamento quello stesso giorno e della lettera, del 2 ottobre 2001, inviata dal Commissario responsabile del mercato interno al presidente della commissione parlamentare per i problemi economici e monetari concernente le garanzie previste per il ruolo del Parlamento europeo in tale processo.
- (24) Le misure necessarie per l'attuazione della presente direttiva devono essere adottate conformemente alla decisione 1999/468/CE del Consiglio, del 28 giugno 1999, recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione⁴⁹.
- (25) Il Parlamento europeo deve disporre di un periodo di tre mesi dalla prima trasmissione del progetto di misure di esecuzione per esaminarle e pronunciarsi in merito. Tuttavia, in casi urgenti e debitamente motivati, questo periodo può essere abbreviato. Qualora, entro tale periodo, il Parlamento europeo approvi una risoluzione, la Commissione deve riesaminare il progetto di misure.
- (26) Al fine di tenere conto dei nuovi sviluppi intervenuti nei mercati mobiliari, potrebbe rendersi necessaria l'adozione di misure tecniche di esecuzione per le norme contenute nella presente direttiva. La Commissione deve essere pertanto autorizzata a adottare misure di esecuzione, purché queste ultime non modifichino gli elementi essenziali della presente direttiva e purché la Commissione agisca secondo i principi ivi sanciti, sentito il Comitato europeo dei valori mobiliari istituito con decisione 2001/528/CE della Commissione del 6 giugno 2001⁵⁰.
- (27) Per garantire l'osservanza degli obblighi fissati dalla presente direttiva o dalle misure di esecuzione della presente direttiva, l'eventuale violazione dei predetti obblighi deve

⁴⁹ GU L 184 del 17.7.1999, pag. 23.

⁵⁰ GU L 191 del 13.7.2001, pag. 45.

essere prontamente individuata e, se necessario, sanzionata. A tal fine le eventuali sanzioni, comprese quelle civili, devono essere sufficientemente dissuasive, proporzionate e applicate in modo conseguente. Gli Stati Membri devono garantire che le decisioni adottate dalle autorità nazionali competenti possano essere oggetto di ricorso giurisdizionale.

- (28) La presente direttiva mira a rafforzare gli obblighi di trasparenza attualmente applicabili agli emittenti di valori mobiliari e agli investitori che acquisiscono o cedono partecipazioni importanti in emittenti di valori mobiliari. La presente direttiva sostituisce alcuni degli obblighi stabiliti dalla direttiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori⁵¹. Per riunire gli obblighi di trasparenza in un unico atto è necessario modificare conformemente tale direttiva.
- (29) Poiché gli obiettivi delle misure proposte, vale a dire garantire la fiducia degli investitori tramite requisiti di trasparenza equivalenti per tutta la Comunità e completare in questo modo il mercato interno, non possono essere sufficientemente realizzati dagli Stati membri sulla base della legislazione comunitaria vigente e possono dunque, a motivo delle dimensioni delle misure in questione, essere realizzati meglio a livello comunitario, la Comunità può intervenire, in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato. Conformemente al principio di proporzionalità, di cui al predetto articolo, la presente direttiva non va al di là di quanto necessario per il raggiungimento di tali obiettivi.
- (30) La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali ed osserva i principi riconosciuti in particolare dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea,

HANNO ADOTTATO LA PRESENTE DIRETTIVA:

Capo I

Disposizioni generali

Articolo 1

Oggetto e campo di applicazione

La presente direttiva stabilisce obblighi riguardanti la comunicazione di informazioni periodiche e continuative sugli emittenti i cui valori mobiliari sono già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro.

La presente direttiva non si applica né alle quote emesse dagli organismi di investimento collettivo diversi da quelli di tipo chiuso, né alle quote acquisite o cedute tramite tali organismi.

⁵¹ GUL 184 del 6.7.2001, pag. 1.

Articolo 2

Definizioni

1. Ai fini della presente direttiva, si intende per:
 - a) "valori mobiliari": valori mobiliari ai sensi dell'articolo 1, punto 4 della direttiva 93/22/CEE/dell'articolo ... della direttiva .././CE relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati⁵², ad eccezione degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell'articolo 1, punto 5 della direttiva 93/22/CEE/dell'articolo ... della direttiva/./CE relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati aventi durata inferiore ai 12 mesi, ai quali può essere applicata la legislazione nazionale;
 - b) "titoli di debito": obbligazioni ed altri titoli di debito, ad eccezione dei valori mobiliari equivalenti ad azioni di società o che, in caso di conversione o di esercizio dei diritti da loro conferiti, comportano il diritto di acquisire azioni o valori mobiliari equivalenti ad azioni;
 - c) "mercato regolamentato": mercato ai sensi dell'articolo 1, punto 13 della direttiva 93/22/CEE/ dell'articolo ... della direttiva .././CE relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati;
 - d) "emittente": soggetto giuridico di diritto privato o pubblico, compreso uno Stato, i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; in caso di certificati rappresentativi di valori mobiliari, per emittente si intende l'emittente dei valori mobiliari;
 - e) "possessore di valori mobiliari": persona fisica o giuridica di diritto privato o pubblico che, direttamente o tramite intermediari, acquisisce o cede:
 - i) valori mobiliari dell'emittente a proprio nome e per proprio conto;
 - ii) valori mobiliari dell'emittente a proprio nome, ma per conto di un'altra persona fisica o giuridica, salvo quando tali valori mobiliari siano acquisiti esclusivamente a fini di operazioni di compensazione e regolamento a breve termine;
 - iii) certificati rappresentativi di valori mobiliari, nel qual caso il possessore dei valori mobiliari è il portatore;
 - iv) valori mobiliari incorporanti derivati che conferiscono ad una persona fisica o giuridica il diritto di acquisire, su sua iniziativa, o di cedere, su iniziativa esclusiva di un terzo, azioni alle quali sono connessi diritti di voto nell'emittente;
 - f) "impresa controllata": impresa

⁵² G U L ..., ..., pag.

- i) nella quale il possessore dei valori mobiliari ha la maggioranza dei diritti di voto;
 - ii) della quale il possessore dei valori mobiliari è sia l'impresa madre, con il diritto di nominare o rimuovere la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di controllo, sia azionista o socio;
 - iii) della quale il possessore dei valori mobiliari è azionista o socio e nella quale esercita da solo, in virtù di un accordo concluso con altri azionisti o soci, il controllo sulla maggioranza dei diritti di voto degli azionisti o dei soci;
 - iv) sulla quale il possessore dei valori mobiliari esercita effettivamente, direttamente o indirettamente, un'influenza dominante;
- g) "organismi di investimento collettivo di tipo diverso da quello chiuso": i fondi comuni di investimento e le società di investimento:
- i) aventi per oggetto l'investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico ed il cui funzionamento sia soggetto al principio della ripartizione dei rischi; e
 - ii) le cui quote siano, su richiesta dei possessori, riscattate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a carico del patrimonio di tali organismi;
- h) "quote di un organismo di investimento collettivo": i valori mobiliari emessi da un organismo di investimento collettivo in rappresentanza dei diritti dei partecipanti sul patrimonio di tale organismo;
- i) "Stato membro d'origine":
- i) per gli emittenti di titoli di debito di valore nominale non superiore a 5 000 EUR o per gli emittenti di azioni:
 - quando l'emittente ha sede nella Comunità, lo Stato membro nel quale ha la sede legale;
 - quando l'emittente ha sede in un paese terzo, lo Stato membro nel quale è tenuto a depositare le informazioni annuali presso l'autorità competente conformemente all'articolo 10 della direttiva [...]/.../CE] [prospetto];
 - ii) per gli emittenti diversi da quelli di cui al punto i), lo Stato membro scelto dall'emittente tra gli Stati membri che hanno ammesso i suoi valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato sul loro territorio, purché tali valori mobiliari continuino ad essere ammessi alla negoziazione in tale mercato regolamentato per tre esercizi finanziari (periodo di validità della scelta dell'emittente);
- j) "Stato membro ospitante": uno Stato membro diverso dallo Stato membro d'origine nel quale i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;

- k) "informazioni previste dalla regolamentazione": tutte le informazioni che l'emittente, o qualsiasi altra persona che abbia chiesto l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, è tenuto a comunicare a norma della presente direttiva, dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio⁵³ o delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro;
 - l) "mezzi elettronici": attrezzature elettroniche per il trattamento (compresa la compressione digitale), lo stoccaggio e la trasmissione di dati tramite cavo, onde radio, tecnologie ottiche o qualsiasi altro mezzo elettromagnetico.
2. Ai fini della definizione di "impresa controllata" di cui al paragrafo 1, lettera f), punto ii), i diritti del possessore dei valori mobiliari in relazione a votazioni, nomine e rimozioni includono i diritti di qualsiasi altra impresa controllata dal possessore dei valori mobiliari e quelli di qualunque persona fisica o giuridica che agisca, seppure a nome proprio, per conto del possessore dei valori mobiliari o di qualsiasi altra impresa controllata dal possessore dei valori mobiliari.
3. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e per assicurare l'applicazione uniforme del paragrafo 1 del presente articolo, la Commissione adotta, secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2, misure di esecuzione concernenti le definizioni di cui al paragrafo 1.

In particolare la Commissione:

- a) ai fini dell'eccezione di cui al paragrafo 1, lettera e), punto ii) riguardante i valori mobiliari acquisiti esclusivamente per operazioni di compensazione e regolamento a breve termine, specifica la durata massima, in termini di giorni, del predetto "breve termine";
- b) ai fini del paragrafo 1, lettera i), punto ii), stabilisce la procedura in base alla quale l'emittente può effettuare la scelta di cui a tale punto;
- c) quando ciò sia appropriato ai fini della scelta dello Stato membro d'origine di cui al paragrafo 1, lettera i), punto ii), adegua il periodo triennale in riferimento ai dati relativi all'emittente alla luce di eventuali nuovi obblighi previsti dal diritto comunitario in materia di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- d) ai fini del paragrafo 1, lettera l), stila un elenco indicativo dei mezzi che non possono essere considerati mezzi elettronici, tenendo conto dell'allegato V della direttiva 98/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio⁵⁴.

⁵³ GU L ..., ..., pag.

⁵⁴ GU L 204 del 21.7.1998, come modificata dalla direttiva 98/48/CE, GU L 217 del 5.8.1998, pag. 18.

Articolo 3

Integrazione dei mercati mobiliari

1. Lo Stato membro d'origine può assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva in materia di comunicazione di informazioni al pubblico o ai possessori di valori mobiliari.

Lo Stato membro d'origine può altresì assoggettare un possessore di valori mobiliari ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva in materia di notifica di informazioni.

2. Uno Stato membro ospitante non può:
 - a) per quanto riguarda l'ammissione di valori mobiliari in un mercato regolamentato sul suo territorio, imporre obblighi di informazione più severi di quelli previsti dalla presente direttiva o dall'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE;
 - b) per quanto riguarda la notifica di informazioni, imporre ai possessori di valori mobiliari obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva.

Capo II

Informazioni periodiche

Articolo 4

Relazioni finanziarie annuali

1. L'emittente pubblica la sua relazione finanziaria annuale entro tre mesi dopo la fine di ciascun esercizio finanziario e assicura che resti a disposizione del pubblico.
2. La relazione finanziaria annuale comprende:
 - a) il bilancio sottoposto a revisione;
 - b) la relazione sulla gestione;
 - c) attestazioni delle persone responsabili presso l'emittente, i cui nomi e le cui funzioni sono chiaramente indicati, certificanti che le informazioni contenute nella relazione finanziaria annuale sono, a quanto loro consta, conformi alla realtà e che nella predetta relazione non vi sono omissioni tali da alterarne il senso.
3. Il bilancio sottoposto a revisione comprende i conti consolidati dell'emittente conformemente all'articolo 4 del regolamento (CE) n. 1606/2002 o, quando l'emittente non ha alcuna controllata, i conti dell'esercizio finanziario conformemente alla legislazione nazionale dello Stato membro d'origine.

4. Il bilancio è sottoposto a revisione conformemente all'articolo 37 della direttiva 83/349/CEE del Consiglio⁵⁵ o, quando l'emittente non ha alcuna controllata, conformemente agli articoli 51 e 51bis della direttiva 78/660/CEE del Consiglio⁵⁶.

La relazione di revisione, firmata dalla persona o dalle persone responsabili della revisione del bilancio, compresi eventuali rilievi espressi dai revisori o paragrafi di enfasi sui quali i revisori richiamano l'attenzione senza ritenerli tali da giustificare dei rilievi, viene comunicata al pubblico integralmente insieme alla relazione finanziaria annuale.

5. La relazione sulla gestione è stilata conformemente all'articolo 36 della direttiva 83/349/CEE o, quando l'emittente non ha alcuna controllata, conformemente all'articolo 46 della direttiva 78/660/CEE.
6. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi da 1 a 5 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2.

La Commissione specifica in particolare il periodo di tempo durante il quale la relazione finanziaria annuale pubblicata, compresa la relazione di revisione, deve restare a disposizione del pubblico ed eventuali altre condizioni che l'emittente deve rispettare in questo contesto.

Articolo 5

Relazioni finanziarie semestrali

1. L'emittente comunica al pubblico una relazione finanziaria semestrale riguardante i primi sei mesi dell'esercizio finanziario quanto prima dopo la fine del semestre considerato, ma comunque entro due mesi a decorrere dalla fine di tale semestre. L'emittente provvede affinché la relazione finanziaria semestrale resti a disposizione del pubblico.
2. La relazione finanziaria semestrale comprende:
 - a) un bilancio abbreviato;
 - b) un aggiornamento dell'ultima relazione sulla gestione di cui all'articolo 4, paragrafo 5;
 - c) attestazioni delle persone responsabili presso l'emittente, i cui nomi e le cui funzioni sono chiaramente indicati, certificanti che le informazioni contenute nella relazione finanziaria semestrale sono, a quanto loro consta, conformi alla realtà e che nella predetta relazione non vi sono omissioni tali da alterarne il senso.

⁵⁵ GUL 193 del 18.7.1983, pag. 1.

⁵⁶ GUL 222, del 14.8.1978, pag. 11.

3. Il bilancio abbreviato è redatto conformemente ai principi contabili internazionali per l'informativa finanziaria infrannuale, adottati a norma degli articoli 2, 3 e 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002 o, quando l'emittente non ha alcuna controllata, conformemente alla legislazione nazionale dello Stato membro d'origine.
4. Se la relazione finanziaria semestrale è stata sottoposta a revisione, la relazione di revisione, compresi eventuali rilievi espressi dai revisori o paragrafi di enfasi sui quali i revisori richiamano l'attenzione senza ritenerli tali da giustificare dei rilievi, è riprodotta integralmente. La stessa disposizione si applica anche in caso di revisione limitata. Se la relazione finanziaria semestrale non è stata sottoposta né a revisione né a revisione limitata, l'emittente riporta tale informazione nella predetta relazione.
5. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi da 1 a 4 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2.

In particolare la Commissione:

- a) specifica il periodo di tempo durante il quale la relazione finanziaria semestrale pubblicata, compresa se del caso la relazione di revisione, deve restare a disposizione del pubblico ed eventuali altre condizioni che l'emittente deve rispettare in questo contesto;
- b) chiarisce la natura della revisione limitata di cui al paragrafo 4; e
- c) se è comprovato che vi è urgente necessità di rafforzare la tutela degli investitori in tutta la Comunità, impone l'obbligo di sottoporre la relazione finanziaria semestrale ad una revisione limitata.

Articolo 6

Informazione finanziaria trimestrale

1. L'emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato comunica al pubblico un'informazione finanziaria trimestrale riguardante il primo e il terzo trimestre dell'esercizio finanziario quanto prima dopo la fine del trimestre considerato, ma comunque entro due mesi a decorrere dalla fine di tale trimestre. L'emittente provvede affinché l'informazione finanziaria trimestrale resti a disposizione del pubblico.
2. L'informazione finanziaria trimestrale contiene quanto meno:
 - a) dati consolidati, presentati in forma di tabella, indicanti per il trimestre considerato il fatturato netto e il profitto o la perdita al lordo o al netto delle imposte; e
 - b) una nota di commento riguardante le attività ed il profitto o la perdita dell'emittente durante il trimestre considerato; e
 - c) a scelta dell'emittente, indicazioni sul probabile sviluppo futuro dell'emittente e delle sue controllate almeno per il resto dell'esercizio finanziario, compresi eventuali incertezze e rischi significativi che possono influire su tale sviluppo.

3. Se l'informazione finanziaria trimestrale, o qualunque relazione finanziaria trimestrale, è stata sottoposta a revisione, la relazione di revisione, compresi eventuali rilievi espressi dai revisori o paragrafi di enfasi sui quali i revisori richiamano l'attenzione senza ritenerli tali da giustificare dei rilievi, è riprodotta integralmente. La stessa disposizione si applica anche in caso di revisione limitata. Se l'informazione finanziaria trimestrale non è stata sottoposta né a revisione né a revisione limitata, l'emittente lo attesta.
4. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1, 2 e 3 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2.

In particolare la Commissione:

- a) specifica il periodo di tempo durante il quale l'informazione finanziaria trimestrale pubblicata deve restare a disposizione del pubblico ed eventuali altre condizioni che l'emittente deve rispettare in questo contesto;
- b) chiarisce, se necessario, i termini "fatturato netto" e "profitto o perdita al lordo o al netto delle imposte" in relazione a tipi specifici di emittenti, ad esempio agli enti creditizi;
- c) specifica le informazioni da fornire nella nota di commento di cui al paragrafo 2, lettera b) e nelle indicazioni sul probabile sviluppo futuro dell'emittente di cui al paragrafo 2, lettera c);
- d) chiarisce la natura della revisione limitata di cui al paragrafo 3.

Articolo 7

Responsabilità

1. Gli Stati membri assicurano che la responsabilità per le informazioni da redigere e rendere pubbliche conformemente agli articoli 4, 5 e 6 compete all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, di direzione o di controllo.
2. Gli Stati membri assicurano che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone che sono responsabili delle informazioni comunicate al pubblico conformemente agli articoli 4, 5 e 6.

Articolo 8

Esenzioni

Gli articoli 4, 5 e 6 non si applicano ai seguenti emittenti:

- a) le autorità statali, regionali o locali di uno Stato, gli organismi internazionali pubblici ai quali appartiene almeno uno Stato membro, la Banca centrale

europea e le banche centrali nazionali a prescindere dal fatto che esse emettano o meno azioni o altri valori mobiliari; e

- b) gli emittenti esclusivamente titoli di debito ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro il cui valore nominale unitario è di almeno 50 000 EUR.

Capo III

Informazione continuativa

SEZIONE I

INFORMAZIONE SULLE PARTECIPAZIONI IMPORTANTI

Articolo 9

Notifica dell'acquisizione o della cessione di partecipazioni importanti

1. Lo Stato membro d'origine assicura che quando il possessore di valori mobiliari, o qualsiasi persona fisica o giuridica avente il diritto di esercitare i diritti di voto per conto del possessore di valori mobiliari, acquisisce o cede diritti di voto o capitale dell'emittente, il possessore dei valori mobiliari notifichi all'emittente la percentuale di diritti di voto e di capitale dell'emittente da lui detenuta a seguito dell'acquisizione o della cessione laddove tale percentuale raggiunga, superi o scenda al di sotto di una delle seguenti soglie: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75%.
2. Occorre notificare la percentuale di capitale soltanto nella misura in cui lo Stato membro d'origine consenta di collegare alle azioni diritti di voto multipli e l'emittente preveda tale possibilità nel suo statuto o nel suo atto costitutivo.
3. Gli Stati membri possono non applicare:
 - a) la soglia del 5% quando il possessore di valori mobiliari detiene soltanto valori mobiliari incorporanti derivati di cui all'articolo 2, lettera e), punto iv) o quando i diritti di voto possono essere esercitati conformemente all'articolo 10, lettera d) o f);
 - b) la soglia del 30% quando lo Stato membro d'origine applica una soglia di un terzo;
 - c) la soglia del 75% quando lo Stato membro d'origine applica una soglia di due terzi.

Articolo 10

Determinazione dei diritti di voto

Per stabilire se debba essere effettuata una notifica conformemente all'articolo 9, paragrafo 1, una persona fisica o giuridica viene considerata avente diritto ad esercitare i diritti di voto per conto del possessore di valori mobiliari nei seguenti casi:

- a) i diritti di voto sono detenuti da un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso un accordo efficace che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto che detengono, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione;
- b) i diritti di voto sono detenuti da un terzo in virtù di un accordo efficace concluso con tale persona fisica o giuridica che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito di tali diritti di voto;
- c) i diritti di voto sono connessi alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica a titolo di garanzia, sempreché tale persona controlli i diritti di voto e dichiari la sua volontà di esercitarli;
- d) i diritti di voto sono connessi alle azioni di cui tale persona fisica o giuridica ha l'usufrutto;
- e) i diritti di voto sono detenuti o possono essere esercitati ai sensi delle lettere da a) a d) da un'impresa controllata da tale persona fisica o giuridica;
- f) i diritti di voto sono connessi alle azioni depositate presso tale persona fisica o giuridica e possono essere esercitati discrezionalmente da tale persona in assenza di istruzioni specifiche dei possessori dei valori mobiliari;
- g) tale persona fisica o giuridica o una delle parti di cui alle lettere da a) ad e) è tenuta a vendere i diritti di voto, su esclusiva iniziativa di un terzo, o ha il diritto di acquisirli, di propria iniziativa, in virtù di un accordo formale;
- h) tale persona fisica o giuridica può esercitare i diritti di voto in virtù di una delega conformemente alle istruzioni comuni dei possessori dei valori mobiliari.

Articolo 11

Procedure in materia di notifica e comunicazione delle partecipazioni importanti

1. La notifica di cui all'articolo 9 include le informazioni seguenti:
 - a) la situazione derivante dall'operazione, in termini di diritti di voto e di capitale;
 - b) la data alla quale è stata effettuata l'acquisizione o la cessione;
 - c) l'identità del possessore dei valori mobiliari e della persona fisica o giuridica avente il diritto di esercitare i diritti di voto per conto del possessore; e

- d) nei casi di cui all'articolo 10, lettere a), b) e g), la remunerazione o qualunque altra forma di compenso fornita in cambio dei diritti di voto.
2. La notifica all'emittente viene effettuata entro cinque giorni lavorativi a decorrere dal giorno in cui il possessore dei valori mobiliari viene a conoscenza dell'acquisizione o della cessione o dal giorno in cui, considerate le circostanze, il possessore sarebbe dovuto venire a conoscenza.
 3. Quando un'impresa controllata effettua la notifica prevista conformemente al paragrafo 1, il possessore dei valori mobiliari, o la persona fisica o giuridica che può esercitare i diritti di voto per suo conto, è esentato dall'obbligo di notifica.
 4. Al ricevimento della notifica di cui al paragrafo 1, ma comunque entro tre giorni lavorativi a decorrere da tale ricevimento, l'emittente rende pubbliche tutte le informazioni contenute nella notifica nonché la nuova distribuzione dei diritti di voto e del capitale.
 5. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi da 1 a 4 del presente articolo, la Commissione adotta secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2 misure di esecuzione volte a:
 - a) stabilire un formato standard da utilizzare in tutta la Comunità per la notifica all'emittente delle informazioni previste al paragrafo 1;
 - b) stabilire il calendario dei giorni lavorativi per tutti gli Stati membri.

Articolo 12

Informazioni supplementari

L'emittente informa il pubblico quanto prima:

- a) di qualsiasi modifica nei diritti connessi alle varie categorie di azioni, compresi i valori mobiliari incorporanti derivati emessi dall'emittente stesso e che danno accesso alle azioni di tale emittente;
- b) di qualsiasi modifica dei diritti dei possessori di valori mobiliari che risulti in particolare da una modifica delle condizioni relative al prestito o ai tassi di interesse; e
- c) delle nuove emissioni di prestiti e, in particolare, delle garanzie personali e reali di cui saranno corredate.

SEZIONE II

INFORMAZIONI PER I POSSESSORI DI VALORI MOBILIARI

Articolo 13

Informazioni per i possessori di azioni

1. L'emittente garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di azioni che si trovano in condizioni identiche.
2. L'emittente garantisce che tutti gli strumenti e le informazioni necessari per consentire ai possessori di azioni di esercitare i loro diritti siano disponibili nello Stato membro d'origine e che sia preservata l'integrità dei dati. Ai possessori di azioni non viene impedito di esercitare i propri diritti tramite delega, nel rispetto della legge dello Stato membro d'origine. In particolare, l'emittente:
 - a) fornisce le informazioni sul luogo, sulla data e sull'ordine del giorno delle assemblee, sul numero complessivo di azioni e di diritti di voto e sui diritti dei possessori di azioni di partecipare alle assemblee;
 - b) mette a disposizione un modulo di delega, su carta o, se possibile, su supporto elettronico, a ciascuna persona avente diritto di voto in un'assemblea dei possessori di azioni, unitamente all'avviso di convocazione di assemblea;
 - c) designa come suo agente un organismo finanziario presso il quale i possessori di azioni possano esercitare i loro diritti finanziari; e
 - d) pubblica le comunicazioni o distribuisce le circolari relative all'assegnazione e al pagamento dei dividendi nonché alle emissioni di nuove azioni, comprese le informazioni sulle modalità di attribuzione, di sottoscrizione, di cancellazione e di conversione.
3. Per la trasmissione delle informazioni ai possessori di azioni, lo Stato membro d'origine consente agli emittenti di utilizzare i mezzi elettronici, purché la relativa decisione sia presa in un'assemblea generale e rispetti almeno le condizioni seguenti:
 - a) l'uso dei mezzi elettronici non dipende in alcun modo dall'ubicazione della sede o della residenza del possessore di azioni o, nei casi di cui all'articolo 10, lettere da a) a g), delle persone fisiche o giuridiche;
 - b) vengono posti in atto sistemi di identificazione che garantiscano che i possessori di azioni o, nei casi di cui all'articolo 10, lettere da a) a g), le persone fisiche o giuridiche siano effettivamente informate;
 - c) l'uso dei mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni resta subordinato al consenso individuale del possessore di azioni interessato o, nei casi di cui all'articolo 10, lettere da a) a e), della persona fisica o giuridica;

- d) l'eventuale ripartizione dei costi connessi alla trasmissione di tali informazioni con mezzi elettronici è stabilita dall'emittente conformemente al principio di parità di trattamento di cui al paragrafo 1.
4. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e dell'evoluzione delle tecnologie di informazione e di comunicazione, nonché per garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1, 2 e 3 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2. Essa specifica in particolare i tipi di istituti finanziari tramite i quali il possessore di azioni può esercitare i diritti finanziari di cui al paragrafo 2, lettera c).

Articolo 14

Informazioni per i possessori di titoli di debito

1. L'emittente garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di titoli di debito dello stesso grado per quanto riguarda tutti i diritti collegati a tali titoli.
2. L'emittente garantisce che tutte le informazioni e tutti gli strumenti necessari per consentire ai possessori di titoli di debito di esercitare i loro diritti siano disponibili al pubblico nello Stato membro d'origine e che sia preservata l'integrità dei dati. Ai possessori di titoli di debito non viene impedito di esercitare i propri diritti tramite delega, nel rispetto della legge dello Stato membro d'origine. In particolare, l'emittente:
 - a) pubblica le comunicazioni o distribuisce le circolari riguardanti il luogo, la data e l'ordine del giorno delle assemblee dei possessori di titoli di debito, il pagamento degli interessi, l'esercizio di eventuali diritti di conversione, di permuta, di sottoscrizione, di cancellazione e di rimborso nonché il diritto di tali possessori a parteciparvi;
 - b) mette a disposizione un modulo di delega, su carta o, se possibile, su supporto elettronico, a ciascuna persona avente diritto di voto in un'assemblea dei possessori di titoli di debito, unitamente all'avviso di convocazione di assemblea; e
 - c) designa come suo agente un organismo finanziario presso il quale i possessori di titoli di debito possano esercitare i loro diritti finanziari.
3. Se sono invitati ad un'assemblea soltanto i possessori di titoli di debito il cui valore nominale unitario ammonta ad almeno 50 000 EUR, l'emittente può scegliere come sede dell'assemblea qualsiasi Stato membro, purché tutti gli strumenti e le informazioni necessari per consentire ai predetti possessori di esercitare i loro diritti siano disponibili in tale Stato membro.
4. Per la trasmissione delle informazioni ai possessori di titoli di debito, lo Stato membro d'origine o lo Stato membro scelto dall'emittente conformemente al paragrafo 3 consente agli emittenti di utilizzare i mezzi elettronici, purché la relativa decisione sia presa in un'assemblea generale e rispetti almeno le condizioni seguenti:

- a) l'uso dei mezzi elettronici non dipende in alcun modo dall'ubicazione della sede o della residenza del possessore dei titoli di debito o della persona delegata a rappresentarlo;
 - b) vengono posti in atto sistemi di identificazione che garantiscano che i possessori di titoli di debito e le persone da loro delegate a rappresentarli siano effettivamente informati;
 - c) l'uso dei mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni resta subordinato al consenso individuale del possessore di valori mobiliari interessato o di una persona delegata avente diritto a dare tale consenso;
 - d) l'eventuale ripartizione dei costi connessi alla trasmissione di informazioni con mezzi elettronici è stabilita dall'emittente conformemente al principio di parità di trattamento di cui al paragrafo 1.
5. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e dell'evoluzione delle tecnologie di informazione e di comunicazione, nonché per garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi da 1 a 4 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2. Essa specifica in particolare i tipi di istituti finanziari tramite i quali il possessore di titoli di debito può esercitare i diritti finanziari di cui al paragrafo 2, lettera c).

Capo IV

Obblighi generali

Articolo 15

Controllo dello Stato membro d'origine

1. Quando l'emittente comunica le informazioni previste dalla regolamentazione, le deposita nel contempo presso l'autorità competente del suo Stato membro d'origine. Tale autorità competente può decidere di pubblicare le predette informazioni nel suo sito Internet.

Quando l'emittente intende modificare il suo atto costitutivo o il suo statuto, comunica il progetto di modifica all'autorità competente dello Stato membro d'origine e al mercato regolamentato nel quale i suoi valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione. Tale comunicazione viene effettuata prontamente, al più tardi il giorno della convocazione dell'assemblea generale che deve votare la modifica o esserne informata.
2. Lo Stato membro d'origine può esentare l'emittente dall'obbligo di cui al paragrafo 1 per quanto riguarda le informazioni comunicate conformemente all'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE o all'articolo 11, paragrafo 4 della presente direttiva.
3. Le informazioni da notificare all'emittente conformemente all'articolo 9 sono depositate nel contempo presso l'autorità competente dello Stato membro d'origine.

4. Per garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1, 2 e 3 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2.

La Commissione specifica in particolare la procedura secondo la quale l'emittente o il possessore di valori mobiliari deposita le informazioni presso l'autorità competente dello Stato membro d'origine conformemente rispettivamente ai paragrafi 1 o 3 al fine di:

- a) consentire il deposito con mezzi elettronici nello Stato membro d'origine;
- b) coordinare il deposito della relazione finanziaria annuale di cui all'articolo 4 della presente direttiva con il deposito delle informazioni annuali di cui all'articolo 10 della direttiva [.../.../CE] [prospetto].

La Commissione stabilisce un formato standard da utilizzare in tutta la Comunità per il deposito delle informazioni di cui al paragrafo 3.

Articolo 16

Regime linguistico

1. Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato soltanto nello Stato membro d'origine, le informazioni previste dalla regolamentazione sono comunicate in una lingua accettata dall'autorità competente dello Stato membro d'origine. Quando il valore nominale unitario di tali valori mobiliari ammonta ad almeno 50 000 EUR, le informazioni previste dalla regolamentazione possono essere fornite, a scelta dell'emittente, soltanto in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.
2. Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato sia nello Stato membro d'origine sia in uno o più Stati membri ospitanti, le informazioni previste dalla regolamentazione sono comunicate:
 - a) in una lingua accettata dall'autorità competente dello Stato membro d'origine; e
 - b) a scelta dell'emittente, o in una lingua accettata dall'autorità competente in ciascuno Stato membro ospitante o in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.
3. Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato soltanto in uno Stato membro ospitante e non nello Stato membro d'origine, le informazioni previste dalla regolamentazione sono comunicate in una lingua accettata dall'autorità competente di tale Stato membro ospitante. Quando il valore nominale unitario di tali valori mobiliari ammonta ad almeno 50 000 EUR, le informazioni previste dalla regolamentazione possono essere fornite, a scelta dell'emittente, soltanto in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.

Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in più di uno Stato membro ospitante, ma non nello Stato membro

d'origine, le informazioni previste dalla regolamentazione sono comunicate, a scelta dell'emittente, o in una lingua accettata dall'autorità competente di ciascuno Stato membro ospitante o in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.

4. Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, gli obblighi di cui ai paragrafo 1, 2 e 3 spettano non all'emittente bensì alla persona che ha richiesto tale ammissione senza il consenso dell'emittente.
5. Gli Stati membri consentono ai possessori di valori mobiliari di notificare le informazioni all'emittente a norma della presente direttiva soltanto in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale.
6. Se presso una Corte o un tribunale di uno Stato membro viene promossa un'azione legale relativa al contenuto delle informazioni previste dalla regolamentazione, la responsabilità per il pagamento dei costi della traduzione di tali informazioni ai fini dell'azione legale è stabilita conformemente alla legge di tale Stato membro.

Articolo 17

Accesso tempestivo alle informazioni previste dalla regolamentazione

1. Lo Stato membro d'origine assicura che l'emittente comunichi le informazioni previste dalla regolamentazione in modo tale da garantire l'accesso tempestivo a tali informazioni. In particolare prescrive all'emittente di utilizzare i mezzi che possano ragionevolmente garantire un'effettiva diffusione delle informazioni al pubblico in tutto il suo territorio e all'estero. Lo Stato membro d'origine non può imporre l'obbligo di utilizzare solo i mezzi di comunicazione i cui gestori sono stabiliti sul suo territorio. Lo Stato membro d'origine non può neppure impedire all'emittente di utilizzare un unico mezzo di comunicazione per diffondere tutte le informazioni previste dalla regolamentazione.
2. Uno Stato membro ospitante non può imporre agli emittenti alcun obbligo riguardante i mezzi di comunicazione da utilizzare per la diffusione delle informazioni previste dalla regolamentazione. Tuttavia uno Stato membro ospitante può imporre agli emittenti:
 - a) di pubblicare le informazioni previste dalla regolamentazione nei loro siti Internet, nel qual caso lo Stato membro ospitante tiene il pubblico informato in merito ai siti Internet degli emittenti; e
 - b) di avvisare le persone interessate, tempestivamente e a titolo gratuito, con mezzi elettronici o, se richiesto, su carta, di ogni nuova comunicazione o di ogni modifica apportata alle informazioni previste dalla regolamentazione che sono già state pubblicate.
3. Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in un unico Stato membro ospitante e non nello Stato membro d'origine, lo Stato membro ospitante assicura la comunicazione delle informazioni previste dalla regolamentazione conformemente agli obblighi di cui al paragrafo 1.

4. Per tenere conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari e dell'evoluzione delle tecnologie di informazione e di comunicazione, nonché per garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1, 2 e 3 del presente articolo, la Commissione adotta misure di esecuzione secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2.

In particolare la Commissione specifica:

- a) norme minime per la diffusione delle informazioni previste dalla regolamentazione nei siti Internet degli emittenti, incluse le condizioni per avvisare le parti interessate;
- b) per i vari tipi di informazioni previste dalla regolamentazioni, le condizioni e i termini secondo i quali le informazioni pubblicate devono essere tenute a disposizione del pubblico.

La Commissione può altresì stilare e aggiornare un elenco di mezzi di comunicazione per la diffusione delle informazioni al pubblico.

Articolo 18

Orientamenti

1. Le autorità competenti degli Stati membri elaborano orientamenti appropriati per facilitare ulteriormente l'accesso del pubblico alle informazioni da comunicare a norma della direttiva 2003/6/CE, della direttiva [.../.../CE] [prospetto] e della presente direttiva.

L'obiettivo di tali orientamenti è la creazione di:

- a) una rete elettronica da istituire a livello nazionale tra le autorità nazionali di regolamentazione dei mercati mobiliari, i gestori dei mercati regolamentati e i registri nazionali delle imprese di cui alla direttiva 68/151/CEE del Consiglio⁵⁷; e
 - b) un'unica rete elettronica, o una piattaforma di reti elettroniche, tra gli Stati membri.
2. La Commissione esamina i risultati raggiunti nell'applicazione del paragrafo 1 entro il 31 dicembre 2006 e, secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2, può adottare misure di esecuzione volte a facilitare l'applicazione degli articoli 15 e 17.

Articolo 19

Paesi terzi

1. Quando la sede legale dell'emittente è in un paese terzo, l'autorità competente dello Stato membro d'origine può esentare tale emittente dagli obblighi di cui agli articoli

⁵⁷ GU L 65, del 14.3.1968, pag. 8.

da 4 a 7 e agli articoli da 11 a 14, purché la legislazione del paese terzo in questione stabilisca obblighi almeno equivalenti.

Tuttavia le informazioni da fornire conformemente agli obblighi previsti dal paese terzo sono depositate conformemente all'articolo 15 e comunicate conformemente agli articoli 16 e 17.

2. L'autorità competente dello Stato membro d'origine assicura che le informazioni comunicate in un paese terzo che possono rivestire importanza per il pubblico nella Comunità siano comunicate conformemente agli articoli 16 e 17, anche se non si tratta di informazioni previste dalla regolamentazione ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera k) della presente direttiva.
3. Per garantire l'applicazione uniforme dei paragrafi 1 e 2, la Commissione può adottare secondo la procedura di cui all'articolo 23, paragrafo 2 misure di esecuzione certificanti che, in virtù delle sue disposizioni interne di natura legislativa, regolamentare, amministrativa o delle pratiche o procedure basate sulle norme fissate da organizzazioni internazionali, un paese terzo impone obblighi di informazione equivalenti a quelli previsti dalla presente direttiva.

Capo V

Autorità competenti

Articolo 20

Autorità competenti e loro diritti

1. Ciascuno Stato membro designa l'autorità centrale di cui all'articolo 21, paragrafo 1 della direttiva [.../.../CE] [prospetto] come l'autorità amministrativa centrale competente responsabile per assolvere gli obblighi previsti dalla presente direttiva e per garantire l'applicazione delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri informano in seguito la Commissione.
2. Gli Stati membri possono autorizzare la loro autorità centrale competente a delegare alcuni compiti. Eventuali deleghe di compiti riguardanti gli obblighi previsti dalla presente direttiva e dalle relative misure di esecuzione scadono cinque anni dopo l'entrata in vigore della direttiva [.../.../CE] [prospetto]. Tali deleghe vengono conferite secondo modalità precise e indicano i compiti da svolgere e le condizioni del loro svolgimento.

Tali condizioni includono una clausola che impone all'entità alla quale sono delegati i compiti di essere organizzata in modo che siano evitati i conflitti di interesse e che le informazioni ottenute nello svolgimento dei compiti delegati non siano utilizzate in modo scorretto o per impedire la concorrenza. In ogni caso la responsabilità finale di vigilare sull'osservanza delle disposizioni della presente direttiva e delle misure di esecuzione adottate conformemente alla presente direttiva spetta all'autorità competente designata conformemente al paragrafo 1.

3. Gli Stati membri informano la Commissione e le autorità competenti degli altri Stati membri di eventuali disposizioni in materia di delega di compiti, comprese le condizioni precise che regolamentano le deleghe.
4. Ciascuna autorità competente è dotata di tutti i diritti necessari all'adempimento delle sue funzioni. Ha quanto meno il potere di:
 - a) esigere che gli emittenti, i possessori di valori mobiliari e le persone che li controllano o che sono da loro controllate, trasmettano informazioni e documenti;
 - b) imporre agli amministratori e, se necessario, ai revisori dell'emittente di comunicare le informazioni di cui alla lettera a) con i mezzi ed entro i termini che l'autorità ritiene necessari. L'autorità competente può pubblicare tali informazioni di propria iniziativa qualora gli emittenti, o le persone che li controllano o sono da loro controllate, non lo facciano e dopo aver sentito l'emittente;
 - c) imporre agli amministratori dei possessori di valori mobiliari di notificare le informazioni previste dalla presente direttiva o dalla legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva e, se necessario, di fornire ulteriori informazioni e documenti;
 - d) sospendere o richiedere che il mercato regolamentato rilevante sospenda la negoziazione di valori mobiliari per un massimo di dieci giorni per volta, se ha motivi ragionevoli per sospettare che le disposizioni della presente direttiva, o della legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva, siano state violate dall'emittente;
 - e) proibire la negoziazione in un mercato regolamentato se accerta che le disposizioni della presente direttiva, o della legislazione nazionale adottata in attuazione della presente direttiva, sono state violate o se ha ragionevoli dubbi per sospettare che sarebbero violate;
 - f) garantire che l'emittente comunichi le informazioni tempestivamente in modo da consentire al pubblico un accesso efficace e a pari condizioni in tutti gli Stati membri in cui sono negoziati i valori mobiliari;
 - g) rendere pubblico il fatto che un emittente, o un possessore di valori mobiliari, non ottempera ai suoi obblighi; e
 - h) verificare la completezza, l'accuratezza e la comprensibilità delle informazioni previste dalla presente direttiva qualora uno Stato membro decida di rendere obbligatoria una verifica sotto il profilo dei tre criteri o soltanto sotto il profilo dei criteri di completezza e di comprensibilità.
5. Se necessario, l'autorità competente può chiedere all'autorità giudiziaria competente l'autorizzazione ad esercitare i poteri di cui alle lettere d) ed e).
6. Le disposizioni dei paragrafi da 1 a 5 non pregiudicano il diritto degli Stati membri di adottare disposizioni legislative e amministrative diverse per i territori europei d'oltremare per le cui relazioni esterne siano responsabili.

Articolo 21

Segreto d'ufficio e cooperazione tra Stati membri

1. Tutte le persone che esercitano o hanno esercitato un'attività presso le autorità competenti e presso le entità cui le autorità competenti abbiano eventualmente delegato dei compiti sono vincolate al segreto d'ufficio. Le informazioni coperte dal segreto d'ufficio non possono essere comunicate ad alcun altro soggetto od autorità se non in forza di disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro.
2. Le autorità competenti degli Stati membri cooperano tra di loro ogni qualvolta ciò si renda necessario per l'espletamento dei loro compiti e per l'esercizio dei loro poteri, siano essi previsti dalla presente direttiva o dalla legislazione nazionale. Le autorità competenti prestano assistenza alle autorità competenti degli altri Stati membri.
3. Il paragrafo 1 non osta allo scambio di informazioni riservate tra le autorità competenti. Le informazioni scambiate sono coperte dal segreto d'ufficio cui sono tenute le persone che esercitano o hanno esercitato un'attività per conto delle autorità competenti che ricevono le informazioni in questione.

Articolo 22

Provvedimenti cautelari

1. Qualora l'autorità competente di uno Stato membro ospitante accerti che un emittente o un possessore di valori mobiliari ha commesso irregolarità o ha violato i propri obblighi, essa informa l'autorità competente dello Stato membro d'origine.
2. Se, nonostante i provvedimenti presi dall'autorità competente dello Stato membro d'origine o giacché tali provvedimenti si rivelano inadeguati, l'emittente o il possessore di valori mobiliari persevera nella violazione delle disposizioni legislative o regolamentari pertinenti, l'autorità competente dello Stato membro ospitante, dopo avere informato l'autorità competente dello Stato membro d'origine, adotta tutte i provvedimenti opportuni per tutelare gli investitori conformemente all'articolo 3, paragrafo 2. La Commissione viene informata al più presto di tali provvedimenti.

Capo VI

Misure di esecuzione

Articolo 23

Comitato

1. La Commissione è assistita dal Comitato europeo dei valori mobiliari istituito dall'articolo 1 della decisione 2001/528/CE.
2. Nei casi in cui si fa riferimento al presente paragrafo, si applica la procedura di regolamentazione prevista dall'articolo 5 della decisione 1999/468/CE, in combinato disposto con l'articolo 7 e l'articolo 8 della stessa decisione, purché le misure di esecuzione adottate conformemente a tale procedura non alterino le disposizioni essenziali della presente direttiva.
3. Il termine previsto dall'articolo 5, paragrafo 6 della decisione 1999/468/CE è pari a tre mesi.
4. Fatte salve le misure di esecuzione già adottate, allo scadere di un termine di quattro anni a decorrere dall'entrata in vigore della presente direttiva l'applicazione delle sue disposizioni relative all'adozione di misure tecniche e decisioni secondo la procedura di cui al paragrafo 2 è sospesa. Su proposta della Commissione, il Parlamento europeo e il Consiglio possono prorogare la validità delle predette disposizioni deliberando secondo la procedura di cui all'articolo 251 del trattato; a tal fine essi le riesaminano prima dello scadere del termine di quattro anni.

Articolo 24

Sanzioni

1. Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri provvedono, conformemente al loro diritto nazionale, a che possano essere prese le opportune misure amministrative o possano essere comminate sanzioni civili alle persone che si rendono responsabili di una violazione delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri provvedono a che le predette misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive.
2. Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente possa comunicare al pubblico ogni misura o sanzione che sia stata applicata per violazione delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, salvo il caso in cui la comunicazione possa turbare gravemente i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte.

Articolo 25

Ricorso giurisdizionale

Gli Stati membri provvedono a che le decisioni prese conformemente alle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative adottate in attuazione della presente direttiva possano essere oggetto di ricorso presso un organo giurisdizionale.

Capo VII

Disposizioni transitorie e finali

Articolo 26

Disposizioni transitorie

1. Fermo restando l'articolo 5, paragrafo 3 della presente direttiva, lo Stato membro d'origine può esentare dall'obbligo di comunicare il bilancio conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002:
 - a) tutti gli emittenti per l'esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2005 o dopo tale data;
 - b) gli emittenti di cui all'articolo 9 del regolamento (CE) n. 1606/2002 per gli esercizi finanziari aventi inizio il 1° gennaio 2005 o dopo tale data e il 1° gennaio 2006 o dopo tale data.

2. Fermo restando l'articolo 11, paragrafo 2, entro il 15 gennaio 2005 un possessore di azioni notifica all'emittente, conformemente agli articoli 9 e 10, la percentuale di diritti di voto e di capitale che detiene a tale data nella sua società, a meno che non abbia già effettuato una notifica contenente informazioni equivalenti prima di tale data.

Fermo restando l'articolo 11, paragrafo 4, l'emittente comunica a sua volta le informazioni ricevute in tali notifiche entro il 31 gennaio 2005.

3. Lo Stato membro d'origine può esentare gli emittenti di titoli di debito dall'obbligo di comunicare relazioni finanziarie semestrali conformemente all'articolo 5 per i tre anni successivi all'entrata in vigore della presente direttiva purché:
 - a) l'ultima domanda di ammissione dei titoli di debito dell'emittente alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro sia stata presentata prima dell'entrata in vigore della direttiva [.../.../CE] [prospetto] e
 - b) lo Stato membro d'origine abbia deciso di autorizzare gli emittenti a beneficiare delle disposizioni dell'articolo 27 della direttiva 2001/34/CE.

Alla scadenza del periodo di tre anni, le esenzioni possono essere concesse solo conformemente all'articolo 8.

Articolo 27

Attuazione

1. Gli Stati membri adottano le disposizioni necessarie per conformarsi alla presente direttiva entro il 31 dicembre 2004. Quando gli Stati membri adottano dette disposizioni, queste contengono un riferimento alla presente direttiva o sono corredate di un siffatto riferimento all'atto della pubblicazione ufficiale. Le modalità del riferimento sono decise dagli Stati membri.
2. Gli Stati membri che adottano misure conformemente all'articolo 3, paragrafo 1 o all'articolo 26 le comunicano immediatamente alla Commissione e agli altri Stati membri.

Articolo 28

Modifiche

A partire dalla data specificata all'articolo 27, paragrafo 1, la direttiva 2001/34/CE è modificata come segue:

- (1) all'articolo 1, sono soppresse le lettere g) e h);
- (2) l'articolo 4 è soppresso;
- (3) all'articolo 6, è soppresso il paragrafo 2;
- (4) Il testo dell'articolo 8, paragrafo 2 è sostituito dal testo seguente:

“2. Gli Stati membri possono assoggettare gli emittenti di valori mobiliari ammessi alla quotazione ufficiale ad obblighi supplementari, purché tali obblighi supplementari siano di applicazione generale per tutti gli emittenti o per categoria di emittenti.”;
- (5) gli articoli da 64 a 97 sono soppressi;
- (6) gli articoli 102 e 103 sono soppressi;
- (7) all'articolo 107, paragrafo 3, è soppresso il secondo comma;
- (8) l'articolo 108 è modificato come segue:
 - a) al paragrafo 2, lettera a), sono soppresse le parole "e le informazioni periodiche che devono essere pubblicate dalle società le cui azioni sono ammesse",
 - b) al paragrafo 2, è soppressa la lettera b),

- c) al paragrafo 2, lettera c), è soppresso il punto iii),
- d) al paragrafo 2, è soppressa la lettera d).

I riferimenti alle disposizioni soppresse si intendono come riferimenti alle disposizioni della presente direttiva.

Articolo 29

Riesame

La Commissione riferisce al Parlamento europeo e al Consiglio in merito all'applicazione della presente direttiva entro il 30 giugno 2007.

Articolo 30

Entrata in vigore

La presente direttiva entra in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Articolo 31

Destinatari

Gli Stati membri sono destinatari della presente direttiva.

Fatto a Bruxelles,

Per il Parlamento europeo
Il Presidente

Per il Consiglio
Il Presidente

SCHEDA DI VALUTAZIONE DELL'IMPATTO IMPATTO DELLA PROPOSTA SULLE IMPRESE CON PARTICOLARE RIFERIMENTO ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE (PMI)

DENOMINAZIONE DELLA PROPOSTA

sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE

NUMERO DI RIFERIMENTO DEL DOCUMENTO

COM (XXX)

LA PROPOSTA

1. In considerazione del principio di sussidiarietà, esporre i motivi per i quali è necessaria una normativa comunitaria in questo settore, nonché gli obiettivi principali.

Un mercato finanziario unico dovrebbe promuovere la competitività dell'economia europea, riducendo i costi del capitale e migliorando la comunicazione di informazioni in merito agli emittenti al fine di tutelare opportunamente gli investitori e assicurare il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Un mercato finanziario integrato dovrebbe essere basato su un insieme armonico di principi e di norme. L'obiettivo di queste regole è garantire un livello elevato di tutela degli investitori a livello comunitario consentendo agli Stati membri di ridurre gli ostacoli nazionali per gli emittenti che vogliono essere ammessi sui mercati regolamentati di altri Stati membri. Data l'ampia gamma di questioni disciplinate dalla presente direttiva, lo Stato membro d'origine dell'emittente deve essere autorizzato ad imporre obblighi di comunicazione più stringenti o supplementari.

Questa azione risponde alla richiesta espressa dai Consigli europei di Lisbona, Stoccolma e Barcellona di realizzare un mercato finanziario integrato e in particolare di dare priorità alla legislazione in materia di mercati mobiliari prevista nel Piano di azione per i servizi finanziari e nel rapporto del Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari.

L'IMPATTO SULLE IMPRESE

2. Chi sarà interessato dalla proposta?
 - settori d'attività: gli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di Stati membri in tutti i settori; i fondi di investimento che detengono valori mobiliari per conto dei loro clienti; i revisori/contabili incaricati di controllare/redigere i conti delle società.

- le imprese di quali dimensioni (qual è la concentrazione di piccole e medie imprese): tutte le società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati, comprese le piccole e medie imprese. Tuttavia si deve tenere conto che normalmente le piccole imprese non sono quotate in mercati regolamentati. Il criterio di proporzionalità è rispettato in quanto le PMI non sono soggette ad obblighi di informazione troppo stringenti. In pratica le grandi imprese (“blue chip companies”) già forniscono informazioni più dettagliate ai mercati mobiliari.
- specificare se esistono particolari aree geografiche della Comunità in cui sono concentrate tali imprese: No. Ma la negoziazione di determinati valori mobiliari (azioni, obbligazioni, derivati) può concentrarsi in aree geografiche specifiche.

3. Precisare gli obblighi imposti alle imprese per conformarsi alla proposta.

Gli emittenti di valori mobiliari dovranno rispettare gli obblighi in materia di informativa finanziaria annuale entro il termine di tre mesi e gli obblighi in materia di informativa finanziaria infrannuale (relazione finanziaria semestrale e informazione finanziaria trimestrale) entro il termine di due mesi. Inoltre saranno tenuti a rendere pubbliche tutte le modifiche allo statuto/atto costitutivo, nonché ad altre regole interne riguardanti l'acquisizione di azioni proprie e la retribuzione di dirigenti tramite valori mobiliari, comprese le stock option. Per quanto riguarda le assemblee dei possessori di valori mobiliari, le società negoziate in mercati regolamentati saranno tenute a consentire la partecipazione tramite delega, ma avranno altresì la possibilità di invitare i possessori di loro azioni a decidere in merito all'introduzione di mezzi elettronici.

Le società che possiedono valori mobiliari saranno tenute a notificare più frequentemente e più rapidamente agli emittenti l'acquisizione o la cessione di partecipazioni importanti e, complemento indispensabile, l'emittente interessato sarà tenuto a rendere pubbliche tali notifiche.

4. Qual è la prevedibile incidenza economica della proposta?

- sull'occupazione:

sono prevedibili effetti positivi sulla creazione di posti di lavoro. Facilitando la raccolta diretta di capitale sui mercati mobiliari europei ed abbassandone il costo, si accrescerà l'entità delle nuove risorse finanziarie disponibili per le imprese. Inoltre è prevedibile che il miglioramento delle norme di informativa a tutela degli investitori crei maggiore lealtà e fiducia degli investitori nei mercati dei capitali.

- sugli investimenti e sulla creazione di nuove imprese:

l'efficienza dei mercati mobiliari europei dovrebbe migliorare i risultati macroeconomici globali dell'economia e la fiducia degli investitori nell'economia, rafforzando la crescita economica e stimolando l'innovazione e la produttività delle imprese (nonché la crescita del capitale di rischio).

- sulla competitività delle imprese:

è prevedibile un impatto positivo per via della riduzione del costo della raccolta di capitale in tutta l'Unione europea e dell'introduzione di nuovi, severi obblighi di comunicazione a livello comunitario ai quali gli Stati membri ospitanti non possono

aggiungere ulteriori obblighi. Ciò non pregiudica la possibilità di introdurre altri obblighi riguardanti l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato.

5. La proposta contiene misure che tengano conto della situazione specifica delle piccole e medie imprese (obblighi più limitati o diversi, ecc.)?

La proposta prevede l'adozione di ulteriori regole tecniche tramite la procedura di comitato. Laddove la Commissione, tramite il processo di consultazione in collaborazione con il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, identifichi potenziali effetti negativi delle sue proposte di misure tecniche di esecuzione dettagliate, dovrà riesaminare tali misure per tenere debitamente conto di tali preoccupazioni.

L'impatto degli obblighi di informativa periodica (relazione finanziaria annuale, relazioni finanziarie infrannuali) sulle PMI è stato valutato in particolare in due consultazioni pubbliche e aperte con i rappresentanti delle imprese, dei partecipanti al mercato e degli investitori. La conclusione è stata che il profilo di rischio-rendimento delle PMI quotate nei mercati regolamentati, in particolare delle imprese di recente costituzione, non giustifica esenzioni specifiche. In realtà, gli investitori hanno incontrato particolari problemi con le PMI i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (ad esempio il Neuer Markt in Germania) ed è opportuno notare che taluni Stati membri hanno introdotto obblighi di informativa persino più severi per le PMI di recente costituzione (UK e LUX). Questa linea è sostenuta in particolare dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari di cui fanno parte le autorità nazionali di vigilanza dei mercati mobiliari.

Ciò premesso, il contenuto delle relazioni periodiche sarà definito in diversi contesti nei quali soluzioni specifiche per le PMI sono previste (nelle direttive in materia di diritto societario per quanto riguarda la relazione sulla gestione) o saranno previste (nel regolamento IAS per quanto riguarda il bilancio dove sono in preparazione principi contabili internazionali specifici).

CONSULTAZIONI

6. Elenco delle organizzazioni consultate in merito alla proposta ed esposizione delle loro principali osservazioni (cfr. anche la sezione 2.1. della relazione).

Nelle sue raccomandazioni il Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, presieduto dal sig. Lamfalussy, ha raccomandato consultazioni tempestive, ampie e sistematiche. La relazione del Comitato dei Saggi è stata approvata dal Consiglio europeo di Stoccolma nel marzo 2001 e dal Parlamento europeo nel febbraio 2002.

L'11 luglio 2001 la Commissione ha pubblicato un primo documento di consultazione nel quale ha presentato i suoi orientamenti preliminari in materia di riforma degli obblighi di comunicazione a livello comunitario. Ha ricevuto 91 risposte provenienti da tutti gli Stati membri e anche da paesi terzi. Nel dicembre 2001, la Direzione generale ha pubblicato una sintesi delle risposte ricevute.

Alla luce delle reazioni dei partecipanti alla consultazione, la Commissione ha pubblicato un secondo e ultimo documento di consultazione l'8 maggio 2002 e ha fissato un termine di due mesi per l'invio delle risposte. In questo documento la Commissione ha rivisto i suoi orientamenti iniziali, ha richiamato l'attenzione del pubblico sulla relazione tra questa iniziativa e le altre iniziative previste dall'agenda "comunicazione e trasparenza" (come il regolamento IAS, le prossime direttive sugli abusi di mercato e sul prospetto) e ha presentato in particolare un resoconto dettagliato dei lavori in corso ai fini dell'elaborazione della proposta finale della Commissione.

Nel corso della sua seconda consultazione, la Commissione ha ricevuto 93 risposte provenienti da tutti gli Stati membri, da paesi terzi e dalle seguenti organizzazioni europee/internazionali: European Savings Banks Group (ESBG), International Primary Market Association (IPMA), Federation of European Securities Exchanges (FESE), European Federation for Retirement Provision (EFRP), European Newspaper Publisher's Association (ENPA), European Federation of Accountants (FEE), Union of Industrial and Employer's Confederations of Europe (UNICE), Euroshareholders.

Anche il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) ha risposto nell'ottobre 2002 al secondo documento di consultazione. Nella sua risposta ha sottolineato che occorre occuparsi della vigilanza sul governo societario pur ammettendo che le regole di trasparenza sono solo uno strumento indiretto e che esse non riguardano le norme di funzionamento delle società. Il CESR ha inoltre chiesto soluzioni coerenti per gli obblighi riguardanti l'informativa finanziaria annuale e quelli relativi al documento di registrazione previsto dalla futura direttiva sul prospetto. Il CESR è altresì pienamente favorevole all'introduzione di un'informativa finanziaria trimestrale (ad eccezione di un membro) ma nutre riserve sulle soluzioni specifiche per le PMI. Ritiene che l'informativa finanziaria semestrale per gli emittenti di titoli di debito rifletterebbe adeguatamente il profilo di rischio di tali valori mobiliari. Ha accolto con soddisfazione il rafforzamento degli obblighi di comunicazione in materia di assetti di voto e di capitale, ma ha sottolineato la necessità di adottare misure di esecuzione dettagliate che garantiscano l'efficienza del sistema. Per quanto riguarda le modalità di diffusione delle informazioni finanziarie, il CESR non è convinto che la pubblicazione nei siti Internet degli emittenti costituisca una modalità adeguata.