

11/2019

Note e Studi

La revisione del Regolamento sugli abusi di mercato: la posizione di Assonime

Indice

Introduzione	p. 4
1. La nozione di informazione privilegiata	p. 7
2. Le condizioni per il ritardo	p.16
3. Applicazione della disciplina agli MTF	p.22
4. I registri degli <i>insider</i>	p.24
5. Le operazioni dei <i>manager</i>	p.31
6. I sondaggi di mercato	p.44
7. La prevenzione e segnalazione delle operazioni sospette	p.47

Abstract

Assonime analizza i principali problemi posti dal Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento UE n. 596/2014) dopo quasi tre anni dall'entrata in vigore; parte di questi problemi sono stati risolti in via interpretativa dall'ESMA, per gli altri ha formulato alcune proposte di modifica della disciplina alla Commissione europea, in vista della pubblicazione di una relazione da parte di quest'ultima sull'applicazione del Regolamento e sulla possibile revisione dello stesso.

La Commissione europea, nel marzo 2019, ha inviato all'ESMA una lettera per la richiesta del parere, funzionale alla pubblicazione della relazione. La scadenza prevista per la presentazione della relazione al Parlamento da parte della Commissione europea era fissata dal Regolamento per il 3 luglio 2019, ma, considerato che l'ESMA ha pubblicato il documento di consultazione il 3 ottobre 2019 e che il documento finale sarà pubblicato nella primavera del 2020 è da attendersi che il processo si potrà concludere nel primo semestre del 2020.

L'eventuale revisione del Regolamento sugli abusi di mercato costituisce quindi un'altra occasione per rappresentare alle istituzioni europee la complessità della normativa, le rimanenti incertezze - sulle quali è opportuna una convergenza europea - e alcune proposte di modifica della legislazione vigente.

Assonime nel corso di questi anni ha rappresentato alle istituzioni nazionali ed europee le criticità derivanti dal Regolamento, sia rispondendo alle consultazioni pubbliche, sia pubblicando Note e Studi e *Position Paper*. Le criticità, illustrate nel presente documento, sono descritte unitamente alle proposte di modifica e agli istituti cui esse si riferiscono.

Introduzione

Il Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento UE n. 596/2014, di seguito “MAR” e/o “Regolamento”), entrato in vigore il 3 luglio 2016, prevede che la Commissione europea presenti al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull’applicazione del Regolamento corredata, se del caso, di una proposta legislativa per modificarlo (art. 38)¹.

La Commissione europea ha inviato all’ESMA, con lettera datata 20 marzo 2019, la richiesta formale per il rilascio del parere, entro il 31 dicembre 2019, sulla relazione prevista dal citato art. 38 MAR². Nella lettera la Commissione europea ha chiesto all’*Autority* di fornire il proprio parere anche in ordine ad altri elementi oltre a quelli coperti dall’art. 38 MAR; tra essi figurano anche alcune criticità sollevate proprio da Assonime circa l’utilizzo del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate nei vari Stati membri, per il quale l’ESMA è invitata a raccogliere informazioni, l’efficacia e l’utilità del registro degli *insider*, l’appropriatezza di alcune previsioni in tema di operazioni dei *manager* (livello della soglia e relativa modalità di calcolo).

La scadenza prevista per la presentazione della relazione al Parlamento da parte della Commissione europea era fissata dal Regolamento per il 3 luglio 2019, ma, considerato che l’ESMA ha pubblicato il documento di consultazione il 3 ottobre 2019³ e che il documento finale sarà pubblicato nella primavera del 2020 è da attendersi che il processo si potrà concludere nel primo semestre del 2020.

¹ L’art. 38 indica il contenuto minimo della suddetta relazione che è chiamata a valutare:

- l’opportunità di introdurre norme comuni per prevedere che gli Stati membri stabiliscano sanzioni amministrative per l’abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato,
- se la definizione di informazioni privilegiate sia sufficiente a includere tutte le informazioni pertinenti affinché le Autorità competenti possano combattere efficacemente gli abusi di mercato;
- l’adeguatezza delle condizioni alle quali è imposto il divieto di negoziazione a norma dell’art. 19, par. 11 del MAR, con l’obiettivo di identificare eventuali ulteriori circostanze nelle quali dovrebbe applicarsi il divieto;
- la possibilità di istituire nell’Unione, in relazione agli abusi di mercato, un quadro in materia di sorveglianza trasversale del mercato con riferimento al portafoglio di ordini di negoziazione;
- l’ambito di applicazione delle disposizioni relative agli indici di riferimento (*benchmarks*).

Inoltre la Commissione, previa consultazione dell’ESMA, presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sul livello delle soglie previste dall’art. 19, par. 1-bis, lettere a) e b) per quanto riguarda le transazioni eseguite dai gestori in cui le azioni o gli strumenti di debito dell’emittente sono parte di un organismo di investimento collettivo o forniscono un’esposizione a un portafoglio di attività, al fine di valutare se tale livello sia appropriato o se debba essere adeguato.

² Si veda la [lettera inviata dalla Commissione europea all’ESMA il 20 marzo 2019](#); l’ESMA è invitata a fornire i propri contributi entro il 31 dicembre 2019.

³ Cfr. ESMA, [Consultation Paper, Mar Review Report](#), 3 October 2019/ESMA70-156-1459.

L'*iter*, sia delle misure di implementazione comunitaria⁴ (alcune delle quali pubblicate a ridosso dell'entrata in vigore del Regolamento), sia di adeguamento della normativa domestica al MAR è stato lungo e complesso. Inoltre, benché il Regolamento sia di armonizzazione massima sono sorte alcune divergenti interpretazioni nei vari Stati membri e si sono poste alcune criticità con riguardo a taluni profili disciplinati dal Regolamento e dalle misure di implementazione, solo alcune delle quali sono state risolte in sede di interpretazione da parte dell'ESMA con lo strumento delle Q&A.

In Italia per lungo tempo il quadro normativo è stato la combinazione di diverse fonti normative europee e nazionali, di natura primaria e secondaria, tra loro non coordinate e ciò aveva posto le società italiane in una situazione di grave incertezza normativa che è stata via via risolta mediante il completamento del quadro normativo, avvenuto solo nel 2018⁵.

Assonime nel corso di questi anni ha rappresentato alle istituzioni nazionali ed europee le criticità derivanti dal MAR, che saranno quindi illustrate nel presente Note e Studi⁶, sia rispondendo alle consultazioni pubbliche, sia pubblicando Note e Studi e *Position Paper*. Le criticità, illustrate nel presente documento, sono descritte unitamente alle proposte di modifica e agli istituti cui esse si riferiscono.

L'eventuale revisione del MAR costituisce dunque un'altra occasione per rappresentare alle istituzioni europee la complessità della normativa e le rimanenti incertezze sulle quali è opportuna una convergenza europea; Assonime, in questa prospettiva, ha proposto quindi alcune modifiche della legislazione vigente che sono le seguenti:

⁴ Cfr. [sito Commissione europea](#).

⁵ L'adeguamento al MAR è stato dapprima effettuato dalla Consob con la Delibera n. 19925 del 22 marzo 2017, pubblicata in G.U. S.G. n. 88 del 14 aprile 2017 e preceduta da una [consultazione](#) alla quale Assonime ha risposto (cfr. [Consultazioni 17/2016](#)) con la quale sono stati modificati i regolamenti. Successivamente la Consob ha pubblicato alcune linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate nell'ottobre 2017 precedute da una consultazione cui Assonime ha risposto (cfr. [news del 18 ottobre 2017](#)). Il Tuf invece è stato modificato solo nel 2018 con il decreto legislativo n. 107 del 10 agosto 2018 (si veda [news del 18 settembre 2018](#)).

⁶ Cfr. Note e Studi n. [15/2016](#), *La disciplina sugli abusi di mercato: problemi e incertezze interpretative nell'applicazione per le società italiane e alcune ipotesi interpretative*, e Note e Studi n. [3/2017](#), *La disciplina sugli abusi di mercato: indicazioni interpretative su alcuni profili delle operazioni dei manager e dei registri insiders*. Cfr. anche la risposta alla consultazione avviata dalla Consob nell'ottobre 2016 per l'adeguamento della normativa secondaria (Consultazioni n. 17/2016, nt. 5), la risposta alla consultazione sulle linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate ([Consultazioni 3/2017](#)). In sede europea Assonime ha presentato le proprie posizioni sia autonomamente (si veda la risposta di Assonime alla consultazione avviata dall'ESMA sulle linee guida in materia di abusi di mercato, [Consultazioni 7/2016](#)), sia lavorando con *European Issuers* (cfr. il [documento pubblicato da European Issuers](#) nel 2017 sull'interpretazioni di alcune problematiche e mandato all'ESMA).

Da ultimo si vedano il [Position Paper](#) inviato da Assonime alla Commissione europea e quello di [European Issuers](#) in vista della revisione del MAR.

- la modifica della definizione di informazione privilegiata, attualmente valida sia ai fini dei divieti di *insider trading* che degli obblighi informativi degli emittenti, e delle condizioni del ritardo al fine di evitare il rischio di una comunicazione prematura di informazioni non sufficientemente formate;
- la verifica, in sede ESMA, dell'utilizzo del ritardo negli Stati membri per una modifica della relativa disciplina;
- l'esclusione di alcuni obblighi previsti dal MAR per gli MTF e la rimodulazione degli obblighi di comunicazione imposti alle società quotate su tali *trading venues*; si rammenta intanto che il legislatore europeo ha raggiunto un accordo sullo *SME Listing Package*⁷ che ha previsto, tra le altre, alcune semplificazioni alla disciplina degli abusi di mercato alle PMI sui cd. mercati di crescita⁸ in alcuni casi estese anche agli altri emittenti, a prescindere dal mercato di quotazione.
- alcune modifiche in tema di registri degli *insider*;
- la modifica della disciplina delle operazioni dei *manager* con riguardo alle tempistiche per la comunicazione al pubblico, all'innalzamento della soglia che fa scattare gli obblighi, alla metodologia di calcolo e a una maggiore chiarezza in ordine alle operazioni da comunicare;
- l'esclusione dall'applicazione della disciplina dei sondaggi di mercato per i *private placement* di obbligazioni e azioni a investitori qualificati;
- infine l'esclusione dall'applicazione della disciplina della prevenzione e segnalazione delle operazioni sospette agli emittenti non finanziari.

⁷ Si veda il testo come approvato dal Parlamento europeo nell'aprile 2019 (cfr. [news Assonime](#)). Assonime ha risposto alla consultazione avviata sul tema dalla Commissione europea (cfr. [Consultazioni 2/2018](#)) e ha pubblicato una circolare su alcune proposte di semplificazione per le PMI ([circolare Assonime 7/2019](#), [Rassegna delle misure di semplificazione per le PMI tra iniziative nazionali e prospettive europee: il credito d'imposta per le spese di quotazione e ulteriori possibili ipotesi di semplificazione](#)).

⁸ Cfr. art. 3, n. 11 del MAR che rinvia, a sua volta, all'art. 4, par. 1, punto 12 della direttiva 2014/65/UE. Si tratta di MTF di *listing* denominati "*SME growth markets*", sui quali sono quotate le PMI e che secondo la nuova direttiva Mifid devono prevedere il rispetto, da parte degli emittenti ivi quotati, degli obblighi in materia di informativa continua (stabilita dalla MAR) e periodica (stabilita dalla direttiva *Transparency*). Di fatto, quindi, ciò avvicina tali MTF ai mercati regolamentati, così vanificando le istanze di semplificazione auspiccate.

1. La nozione di informazione privilegiata

1.1 L'evoluzione della nozione nella disciplina europea

La nozione di “informazione privilegiata” è il perno della disciplina contenuta nel MAR (art. 7) in quanto su tale nozione poggiano sia i **divieti di abuso di mercato** (nella forma dell'*insider dealing*, dell'*unlawful disclosure of inside information* e della *market manipulation*), sia gli **obblighi informativi** delle società quotate che sono tenute a pubblicare quanto prima possibile le informazioni privilegiate che le riguardano. Tuttavia, mentre l'informazione privilegiata rilevante per gli abusi di mercato riguarda *direttamente o indirettamente* l'emittente (cioè può riguardare sia la *corporate information* che la *market information*), quella che fa scattare gli obblighi di comunicazione riguarda *direttamente* l'emittente, quindi concerne solo la *corporate information*, cioè l'informativa generata o proveniente dalla società emittente (art. 17).

La nozione di informazione privilegiata presenta tutte le caratteristiche seguenti:

- (ii) ha carattere preciso;
- (iii) non è stata resa pubblica;
- (iiii) concerne direttamente o indirettamente uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari;
- (iv) e, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati (art. 7, par. 1, lett. a).

Le condizioni sopraindicate devono sussistere congiuntamente affinché l'informazione possa essere considerata come privilegiata.

Nella nozione di informazione privilegiata contenuta all'art. 7 del MAR sono declinati i requisiti della precisione e dell'impatto sui prezzi.

Il requisito della **precisione** dell'informazione si considera soddisfatto se l'informazione fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di

circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari⁹ (art. 7, par. 2). Tali requisiti, che devono sussistere cumulativamente, riproducono, fin qui, la disposizione prima contenuta nella direttiva di livello II della direttiva 2003/6/CE (di seguito anche "MAD")¹⁰.

L'informazione **non è pubblica** quando non è a disposizione degli operatori di mercato; sul requisito della pubblicità dell'informazione, come in passato, non ci sono indicazioni da parte del legislatore europeo. E' proprio su questo assunto (cioè quando l'informazione non è pubblica) che si basa tutta la filosofia della disciplina degli abusi di mercato che intende porre gli investitori in una situazione di simmetria informativa, da un lato vietando e punendo l'utilizzo di informazioni privilegiate, e dall'altro imponendo obblighi di *disclosure* per garantire tale simmetria informativa¹¹.

L'informazione deve avere per **oggetto** uno o più emittenti (per esempio l'informazione può concernere la conclusione di un contratto rilevante per l'emittente, l'acquisizione di una società controllata di rilevanza strategica etc.) o uno o più strumenti finanziari (per esempio la conversione di uno strumento di debito in azioni della società). Tali informazioni concernono **direttamente** l'emittente quando provengono o sono generate dall'emittente medesimo (la cd. *corporate information*) o **indirettamente** l'emittente, quando non sono generate nella sfera di attività dell'emittente (cd. *market information*)¹².

⁹ Nell'ambito dei lavori di livello III della MAD, il CESR aveva sottolineato come tale requisito della ragionevole probabilità dovesse essere accertato caso per caso e che non mina tale requisito il fatto che l'evento o il complesso di circostanze non si verifichi effettivamente (cfr. CESR/06-562b).

¹⁰ Si tratta della direttiva 2003/124/CE.

In una sentenza della Corte di Giustizia Europea, la Corte, chiamata a pronunciarsi sul requisito della precisione ai sensi dell'art. 1, punto 1 della MAD e dell'art. 1, par. 1 della direttiva 2003/124/CE, ha chiarito che affinché ricorra il requisito della precisione non è necessario dedurre dall'informazione la possibile direzione dei prezzi (cfr. [caso C-628/13](#), Lafonta/AMF). Da notare il passaggio della sentenza che richiama un vecchio parere in consultazione del CESR sulle misure di esecuzione riguardanti la proposta di direttiva MAD in cui vi era un riferimento alla possibilità di trarre conclusioni quanto alla "direzione dell'effetto dell'informazione sul prezzo degli strumenti finanziari in questione" (CESR/02-89d). La sentenza rammenta che successivamente alla consultazione tale riferimento era stato eliminato proprio al fine di evitare che ciò potesse servire da pretesto per la mancata pubblicazione di informazioni (par. 37). Nella sentenza *Massey/FSA*, l'*Upper Tribunal* in UK aveva invece dichiarato che non è un'informazione privilegiata quella che non ha un significativo effetto sui prezzi in una particolare direzione (*Upper Tribunal*, 2 febbraio 2011, FIN/2009/0024).

¹¹ Sul fatto che vi sia però un differente *timing* tra il momento in cui l'informazione diventa privilegiata ai fini dell'*insider trading* e ai fini degli obblighi di comunicazione, si veda J. Hansen, *A short criticism of the recent compromise proposal for a Market Abuse Regulation*, "Nordic and European Company Law Paper", n. 10-35, 26 dicembre 2012.

¹² Il CESR aveva fornito una lista non esaustiva di informazioni che concernono direttamente e indirettamente l'emittente; tra le prime figuravano: cambi di controllo e degli organi di gestione e di controllo, operazioni di ristrutturazione, fusioni, scissioni, acquisti di azioni proprie, dispute legali, lancio di prodotti innovativi, accesso a nuovi *business* etc. Tra le seconde: dati e statistiche pubblicate da istituzioni

Il requisito **dell'impatto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari**, contenuto all'art. 7, par. 4 ed in linea con la MAD, ricorre allorché un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe tale informazione come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento¹³.

La **nozione di informazione privilegiata** nel MAR, valida sia ai fini dei divieti di abuso che degli obblighi di comunicazione degli emittenti, si pone in linea di apparente continuità con la MAD che pure utilizzava una medesima nozione, ma che, attraverso misure di secondo livello aveva consentito agli stati membri di mantenere una certa differenziazione tra i due momenti.

Sotto la vigenza della direttiva MAD, proprio l'unica nozione di informazione privilegiata aveva condotto infatti gli Stati membri ad elaborare "strategie difensive" al fine di evitare la comunicazione prematura di informazioni privilegiate; a ciò aveva soccorso, legittimamente, la direttiva di secondo livello (direttiva 2003/124/CE) nella parte in cui, declinando il requisito della precisione dell'informazione, prevedeva che si riteneva ottemperata la disposizione contenuta nella MAD sugli obblighi di comunicazione al pubblico¹⁴, il più presto possibile, delle informazioni privilegiate, quando al verificarsi di un complesso di circostanze od eventi sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti avessero informato senza indugio il pubblico. In sostanza, il requisito della precisione dell'informazione, che postulava il concreto verificarsi di un evento sebbene mancante della formalizzazione, era utilizzato per procrastinare il momento a partire dal quale scatta(va)no gli obblighi di comunicazione per gli emittenti, mentre i divieti di *insider*

pubbliche, *report* delle agenzie di *rating*, decisioni delle autorità della concorrenza (cfr. CESR/06-562b, nt. 9).

¹³ Nella MAD si faceva invece riferimento all'influenza sui prezzi. Il CESR, nell'ambito dei lavori di livello III sulla MAD, aveva sottolineato come il cd. "*reasonable investor test*" si basa su un giudizio *ex-ante* per determinare se l'informazione ha un impatto significativo sui prezzi (cfr. CESR/06-562b, nt. 9). Nell'ambito della sentenza resa dalla Corte di Giustizia Europea nel caso *Spector*, per una fattispecie di *insider trading*, la Corte, commentando il requisito della *price sensitivity* sotto la vigenza della MAD, dichiarava che "l'idoneità a incidere sensibilmente sui prezzi debba valutarsi a priori, alla luce del contenuto dell'informazione di cui trattasi e del contesto nel quale essa si inserisce. Per determinare se un'informazione sia privilegiata, non è quindi necessario esaminare se la sua divulgazione abbia effettivamente influito in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce" (si veda la sentenza della CGUE del 23 Dicembre 2009, Caso C-45/08 <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=en&num=C-45/08>).

Sulla difficoltà di inquadramento dell'investitore ragionevole, si veda S. Giavazzi, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto Penale delle società*, Cedam, p. 637 e ss.. Si tratta di verificare se l'investitore ragionevole sia il singolo investitore, l'investitore medio. Secondo l'Autrice si tratta di un soggetto razionale in grado cioè di elaborare correttamente le informazioni e all'interno di tale nozione, quindi, troverebbero posto tutte le categorie di investitori, professionali o occasionali, individuali o istituzionali, prudenti o inclini al rischio, purché in grado di valutare le informazioni del mercato.

¹⁴ Cfr. art. 6, par. 1.

trading scattavano in una fase antecedente il verificarsi concreto del fatto, al momento della determinazione del solo requisito della precisione¹⁵.

In Italia, il requisito della precisione che faceva scattare gli obblighi di comunicazione richiedeva il concreto verificarsi degli eventi: gli obblighi di *disclosure* sorgevano quindi (solo) al concreto verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento. Così disponevano sia il previgente Regolamento Emittenti, sia la Comunicazione Consob del 28 marzo 2006 n. DME/6027054 (di seguito anche “Comunicazione Consob”)¹⁶; la Consob, in tale comunicazione, aveva infatti rammentato che, sebbene nella direttiva fosse stata utilizzata la medesima nozione di informazione privilegiata, le due nozioni non fossero pienamente coincidenti e che si considera(va) condizione necessaria e sufficiente ai fini dell'imposizione degli obblighi di *disclosure* il concreto “**verificarsi**” degli eventi e circostanze, ancorché in assenza di formalizzazione.

Considerata la diffusione tra gli Stati membri di questo approccio di sostanziale distinzione delle due nozioni al fine di una efficace applicazione della disciplina¹⁷, il gruppo di esperti incaricato dalla Commissione europea (ESME) di esaminare la MAD e la sua trasposizione in Europa in vista della revisione della direttiva aveva evidenziato come l'unica nozione di informazione privilegiata, ai fini dei divieti di *insider trading* e comunicazione al mercato, costituisse un errore della direttiva che poteva perfino condurre ad aumentare i rischi di abusi di mercato, costringendo gli emittenti a pubblicare l'informativa in una fase molto prematura. L'ESME¹⁸ aveva quindi segnalato la **necessità di distinguere esplicitamente nella fonte primaria la nozione di informazione privilegiata ai fini dell'*insider trading* e ai fini degli obblighi di comunicazione per gli emittenti**¹⁹, ritornando all'approccio previgente all'introduzione

¹⁵ Come rammentato da F. Annunziata e M. Ventrone, *L'armonizzazione europea del diritto delle società*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, a cura di M.V. Benedettelli e M. Lamandini, UTET, p. 414.

¹⁶ Cfr. art. 66, comma 1 abrogato e la comunicazione pure abrogata.

¹⁷ Cfr. C. Di Noia e M. Gargantini, *The Market Abuse Directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, “Rivista delle Società”. Nello scritto viene rappresentata la situazione allora vigente in alcuni Stati membri; in Francia, anche se sussisteva un'unica nozione di informazione privilegiata, una specifica disposizione consentiva di comunicare in una fase più matura le informazioni riguardanti transazioni finanziarie rilevanti a patto che la confidenzialità fosse assicurata (nessuna menzione è fatta con riguardo invece alla condizione della non fuorvianza del pubblico). In Spagna invece sussisteva una distinzione tra l'informazione privilegiata, rilevante ai fini dell'*insider trading*, e l'informazione rilevante ai fini degli obblighi di *disclosure*. Si veda anche C. Di Noia e M. Gargantini, *Issuers at midstream: disclosure of multistage events in the current and in the proposed Market Abuse Regulation*, “European Company and Financial Law Review”, Volume 9, Issue 4, Pages 484–529, ISSN (Online) 1613-2556,

¹⁸ ESME Report, *Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, 6 luglio 2007.

¹⁹ Sull'ambiguità della nozione di informazione privilegiate si veda anche S. Seminara, *Disclose or abstain?*, “Banca Borsa Titoli di credito”, 2008, fasc. 3, pp. 331-361.

della MAD²⁰; da un lato, la direttiva 79/279/CEE declinava gli obblighi di comunicazione degli emittenti, e, dall'altro lato, la direttiva 89/595/CEE sanciva i divieti di abuso delle informazioni privilegiate utilizzando due distinte nozioni²¹.

Purtroppo, gli auspici dell'ESME non sono stati accolti in sede di redazione del MAR: non solo un'unica nozione di informazione privilegiata è stata mantenuta sia per i divieti di *insider trading* che per gli obblighi di comunicazione degli emittenti, ma hanno anche fatto ingresso nella nozione, sulla base di una sentenza della Corte di Giustizia Europea che sarà descritta nel paragrafo che segue, le cd. tappe intermedie nelle fattispecie a formazione progressiva. Infine, non è stata riprodotta la previsione, prima contenuta nella direttiva di secondo livello della MAD, che legittimava la *disclosure* delle informazioni privilegiate al concreto verificarsi degli eventi. Tutto ciò, unitamente al fatto che le condizioni per il ritardo restano stringenti, ha determinato un ulteriore anticipo della *disclosure* delle informazioni privilegiate, salva la possibilità di utilizzare il ritardo.

Questo approccio rischia di far comunicare informazioni non ancora sufficientemente mature e pertanto potenzialmente lesive degli interessi legittimi degli emittenti, oltre che potenzialmente manipolative per il mercato²². L'utilizzo del ritardo, subordinato

²⁰ Per un commento, C. Di Noia e M. Gargantini, *The Market Abuse Directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, "Rivista delle Società", nt. 17.

²¹ La direttiva 79/279/CE prevedeva, in capo agli emittenti quotati, gli obblighi di comunicazione dei "fatti nuovi importanti che si sono verificati" nella sfera di attività dell'emittente, che non sono di dominio pubblico ma che possono, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria o sull'andamento generale della società, provocare un'importante variazione del corso delle azioni. La direttiva 89/592/CEE definiva invece l'informazione privilegiata quale "un'informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari".

²² Si veda anche J. Payne, *Disclosure of inside information*, @Law Working Paper@ n. 422/2018, Ottobre 2018, ECGI. "Before the introduction of MAR there were questions raised regarding the 2003 MAD, particularly about the inclusion of both the conduct regulation and information regulation concepts within the market abuse regime and about whether, for example, the definition of inside information should be the same for both purposes. It had been hoped that the decision of the CJEU in *Geltl* might provide some much-needed clarity to this area, but it did not do so. The Court in *Geltl* did not address the dual nature of inside information within the 2003 MAD, and indeed the expansive view of inside information adopted by the CJEU in that decision (the idea that an intermediate step could constitute a set of circumstances or an event and so could be 'precise' for the purposes of the general definition of inside information) potentially exacerbated the problems inherent in the dual function of inside information within the market abuse regime. When MAR was negotiated, there was considerable pressure to adopt different definitions of inside information for the two different functions, in order to address these concerns. This suggestion was not successful, however, and there is a single concept of inside information within MAR that is relevant both to issuer disclosure and the prohibition on insider dealing. Further, because MAR follows the ruling in *Geltl* and incorporates into the regime the idea that processes with multiple stages can generate inside information that needs to be disclosed at intermediate steps in the process, the risk that issuers will be in breach of their disclosure obligations if they fail to disclose negotiations and other multiple stage processes

tuttavia a stringenti condizioni, è pertanto nel contesto attuale l'unico rimedio a una comunicazione prematura.

1.2 La nozione di informazione privilegiata: le fattispecie a formazione progressiva e gli obblighi di comunicazione degli emittenti

Nella nozione di informazione privilegiata contenuta nel MAR, nella parte in cui si declina il requisito della "precisione" dell'informazione, è stato aggiunto che: "nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare o che determina una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso" (art. 7, par. 2).

Con la definizione sopracitata il MAR mutua sostanzialmente il principio reso nella sentenza della Corte di Giustizia Europea (di seguito "CGUE") nel caso *Geltl/Daimler*; la CGUE era stata chiamata a pronunciarsi dalle Corti tedesche sul requisito della "precisione" della informazione privilegiata²³ benché il caso concernesse il momento in cui scatta l'obbligo della *disclosure*²⁴. Il giudice del rinvio alla CGUE aveva chiesto se il requisito della precisione ricorresse anche nelle fasi intermedie della fattispecie già esistenti o già verificatesi e che sono collegate al verificarsi di queste ultime. A tale proposito la CGUE aveva dichiarato che il requisito della precisione doveva essere interpretato nel senso che in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi carattere preciso ai sensi delle disposizioni menzionate, non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie

progress is intensified. This linking of inside information disclosure and the prohibition on insider trading therefore potentially exacerbates the difficulties."

²³ Di cui all'art. 1, par. 1 della direttiva 2003/6/CE e all'art. 1, par. 1 della direttiva 2003/124/CE.

Si veda la sentenza CGUE del 28 giugno 2012, nella causa C-19/11 all'indirizzo: <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-19/11>

La domanda era stata presentata nell'ambito di una controversia che contrapponeva il sig. Geltl alla Daimler AG in merito al danno che il ricorrente, azionista della società, sosteneva di aver sofferto a seguito della pubblicazione asseritamente tardiva da parte della società delle dimissioni del presidente del suo consiglio di gestione. Il Signor Geltl aveva venduto le azioni della Daimler prima della pubblicazione di dette dimissioni e aveva citato successivamente in giudizio la società per il danno in quanto il prezzo delle azioni era salito successivamente alla comunicazione delle dimissioni che non era stata effettuata immediatamente dalla società in quanto soggetta all'accettazione del Consiglio di sorveglianza.

²⁴ Si veda J. L. Hansen, *Say when: when must an issuer disclose inside information*, "Nordic & European Company Law", n. 16-03, giugno 2016. L'art. 7.3 del MAR codifica il testo della sentenza della Corte di Giustizia europea. Come affermato dallo Stakeholder Group dell'ESMA, secondo questo approccio la definizione di informazione privilegiata è molto ampia e giustificata dalla prospettiva del divieto di abuso di informazioni privilegiate (cfr. *SMSG, Advice to ESMA, Response to ESMA's consultation Paper on draft guidelines on market abuse regulation*, 31 marzo 2016).

collegate al verificarsi di questi ultimi²⁵. La Corte tedesca aveva adito la CGUE in ordine alla definizione di *inside information* (art. 1 MAD) e non in relazione a quando comunicare (art. 6 MAD) benché il problema concreto vertesse su questo; era quindi piuttosto scontato che la CGUE rispondesse che può essere un'informazione privilegiata anche una tappa intermedia²⁶.

L'arretramento del momento in cui l'informazione diventa privilegiata potrebbe porre le società nella situazione di dover anticipare la *disclosure* delle informazioni privilegiate a un momento anche antecedente alla decisione dell'organo amministrativo (qualora non ci siano le condizioni per il ritardo), con il rischio che vengano comunicate operazioni che potrebbero non avere un seguito nonché di esautorare, in taluni casi di particolare rilevanza, il comitato degli amministratori indipendenti, in conflitto con alcune regole vigenti nel nostro ordinamento in materia di operazioni con parti correlate, e a dispetto, in generale, delle regole di *corporate governance* (anche rivenienti dai principi dell'OCSE e dei principi contenuti nei codici di autodisciplina).

Il quadro normativo riveniente dal MAR sembra pertanto delineare una contraddizione di fondo: da un lato le società dovrebbero ricorrere molto più frequentemente al ritardo; dall'altro le condizioni di esercizio del ritardo restano stringenti e restano legate ad una concezione del ritardo come caso eccezionale (come anche indicato dall'ESMA nelle linee guida dell'ottobre 2016 di cui si dirà in prosieguo)²⁷.

Il portato di questa impostazione è particolarmente critico per le **informazioni finanziarie periodiche** - come lo stesso nome indica, hanno una natura periodica, cioè prefissata, la cui tempistica è regolare e conosciuta in anticipo dal mercato attraverso la pubblicità dei cosiddetti "calendari finanziari"²⁸ - in quanto le società potrebbero

²⁵ Per un commento si vedano H. Krause/Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case without a view to the future European market Abuse Regulation*, "Capital Markets Law Journal", 24 giugno 2013, p. 283-299.

²⁶ Questa interpretazione non è affatto nuova in quanto sotto la vigenza della MAD, il CESR si era pronunciato nello stesso senso, considerando che anche in una fattispecie a formazione progressiva, ogni *step* del processo potesse essere considerato come un'informazione privilegiata. Cfr. CESR/06-562b, par. 1.6 (cit., n. 9).

Sul processo dinamico a formazione progressiva che caratterizza le trattative negoziali e gli atti propedeutici di M&A prima e dopo il recepimento della MAD, si veda P. Carriere, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, "Rivista delle società", 2016, p. 338 e ss..

²⁷ L'ESMA ha dichiarato che la procedura del ritardo è eccezionale; tale impostazione è stata da più parti criticata (si veda anche il parere del MSG). Cfr. ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato – ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate* 20/10/2016 | ESMA/2016/1478 IT.

²⁸ Soccorre in questa interpretazione quanto riportato in; J. Lau Hansen, *Say when: when must an issuer disclose inside information?*, cit., nt. 24 "In this context, it should be noted that 'delay' only occurs where Art 17(4) is relied on. Some inside information may be timed in such a way that its disclosure need not be

essere costrette a comunicare al mercato le informazioni finanziarie periodiche (sufficientemente precise) prima dell'approvazione dell'organo amministrativo, che è invece l'unico soggetto deputato ad approvarle o, diversamente e più ragionevolmente, ad avvalersi sistematicamente del ritardo.

In linea generale le informazioni finanziarie periodiche raccolgono e sintetizzano informazioni di varia natura; tre sono i casi principali: i) sintetizzano informazioni relative a eventi singolarmente rilevanti che possono riverberare sui conti della società (per esempio, operazioni straordinarie, contenziosi legali); ii) contengono informazioni, frutto di processi valutativi interni (ad esempio in caso di *impairment test*²⁹); iii) contengono informazioni sul raggiungimento di obiettivi aziendali.

Nel primo caso valgono le regole generali in tema di informazioni privilegiate secondo le quali se tali informazioni assumono le caratteristiche dell'informazione privilegiata, esse devono essere comunicate al pubblico quanto prima possibile.

Nel secondo caso si tratta di fattispecie a formazione progressiva per le quali si possono porre due alternative: la prima è quella di ritenere che l'informazione diventa privilegiata dopo l'approvazione dell'organo amministrativo e la seconda è quella di ritenere che l'informazione ha già le caratteristiche dell'informazione privilegiata prima della sottoposizione all'organo amministrativo: i rischi delle due impostazioni sono evidenti: nel primo caso si rischia una sorta di formalismo e nel secondo caso si depotenzia il ruolo dell'organo amministrativo e dei comitati interni ad esso, in conflitto con le regole di *corporate governance* e le migliori prassi internazionali. La valutazione non potrà che essere caso per caso.

deemed 'delayed' even if the information qualified as inside information before it was disclosed. This is notably the case in respect of financial reporting, which is often disclosed subject to a 'finance calendar' that is made public at the beginning of the issuer's financial year. Such a calendar undertakes to specify the dates when financial reports from the issuer can be expected by the market and enables market participants to be ready for the report. The content of financial reporting may comprise inside information and so the persons preparing this reporting within the issuer may be subject to the insider dealing bans even before the financial report is finished. It may be argued that as long as a financial report is not approved by the company body competent to do so (such as a board of directors), it is not final and thereby not sufficiently 'precise'; but if the content of the reporting is likely to be adopted, and it often is, especially very close to its predetermined disclosure date, it would be relevant to qualify the financial report as inside information even before its final adoption. Hence, any person trading on its content would violate the insider dealing ban. Yet it would still be wrong to describe the later disclosure of the financial report as a 'delay'. On the contrary, where the financial report is disclosed according to the previously disclosed finance calendar it is 'timely' as required by Art 17(1) and the issuer does not have to notify the NCA of any delay."

²⁹ Si tratta della **verifica che le attività in bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello effettivamente recuperabile secondo il principio contabile internazionale IAS 36; si tratta di una verifica che coinvolge diversi organi e soggetti.**

Nel terzo caso occorrerà valutare se sussistano le condizioni per il *profit warning* (o quando, pur non trattandosi di *profit warning* o *earning surprise*, l'emittente debba comunicare scostamenti rispetto a dati dal medesimo già annunciati al mercato). In tali casi riteniamo che la comunicazione al pubblico dovrà essere immediata e che difficilmente si possa utilizzare il ritardo in quanto, in questo caso, il ritardo sarebbe fuorviante per il mercato.

A fronte dell'incertezza che permea la nozione di informazione privilegiata e, in particolare, la disciplina delle relazioni finanziarie periodiche, l'adozione di una chiara politica di comunicazione delle informazioni finanziarie è di ausilio per evitare una comunicazione delle informazioni su base episodica; così gli emittenti, mutuando alcune indicazioni previste dalla Consob in tema di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive³⁰, dovrebbero garantire la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche e la comparabilità dei relativi elementi informativi con i corrispondenti dati contenuti nelle relazioni finanziarie precedentemente diffuse al pubblico (quindi, per esempio, qualora la società intenda diffondere informazioni in merito al *budget*, ciò comporta un assoggettamento a un obbligo di aggiornamento delle informazioni; così, la scelta di obiettivi da comunicare deve essere coerente nel tempo in modo da assicurare la comparabilità delle informazioni).

Infine l'incertezza sulla nozione di informazione privilegiata ha delle conseguenze anche sulla tenuta del registro degli *insider* in quanto non è chiaro quando quest'ultimo debba essere attivato; se l'emittente deve pubblicare non appena possibile le informazioni privilegiate che lo riguardano, il registro dovrebbe essere attivato solo in caso di ritardo. Tuttavia la Consob ha sostenuto un'opinione diversa al riguardo in quanto ha affermato, nelle linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate, che il registro dovrebbe essere aperto in un momento antecedente, anche se l'emittente decide di non avvalersi della procedura del ritardo³¹.

³⁰ La direttiva *Transparency II* (2013/50/UE) ha abrogato l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione, lasciando tuttavia ai Paesi membri della UE la facoltà di reintrodurre informazioni periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali, sia pure solo a determinate condizioni e previa analisi d'impatto regolamentare quanto a costi e benefici. A seguito delle consultazioni la Consob, nel 2016, aveva introdotto il nuovo articolo 82-ter del Regolamento Emittenti. In base a questa norma, le società quotate hanno facoltà di scegliere se pubblicare o meno le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive. Qualora scelgano, su base volontaria, di pubblicarle, le società dovranno comunicare al mercato la propria scelta, specificando gli elementi informativi che intendono fornire, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo. L'eventuale decisione di interrompere la pubblicazione dovrà essere motivata e resa pubblica, acquistando efficacia a partire dall'esercizio successivo.

³¹ Cfr. par. 5.2 delle [linee guida Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate](#).

2. Le condizioni per il ritardo

Il MAR prevede, in linea di continuità con la MAD, che la comunicazione delle informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti avvenga quanto prima possibile (art. 17, par. 1).

L'emittente, sempre in linea di continuità con la disciplina contenuta nella MAD, ha tuttavia previsto la possibilità di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione di informazioni privilegiate.

Come vedremo, tuttavia, da un lato la possibilità di utilizzare il ritardo è subordinata all'esistenza di alcune condizioni stringenti, dall'altro lato l'ESMA ha dichiarato che il ritardo è una misura eccezionale.

Per poter usufruire della procedura del ritardo occorre che sussistano tutte le condizioni che seguono: i) la comunicazione immediata pregiudicherebbe i legittimi interessi (dell'emittente); ii) il ritardo nella comunicazione non sarebbe fuorviante per il pubblico³²; iii) l'emittente è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni. Tali condizioni sono stringenti e sono le medesime previste dalla MAD.

Nel considerando 50 del MAR si annoverano, tra gli interessi legittimi, in analogia a quanto previsto dalla direttiva 2003/124/CE, le negoziazioni in corso e le decisioni o i contratti che necessitano di un'approvazione di un organo diverso da quello che ha assunto la decisione o stipulato un contratto. Il Regolamento ha demandato alle linee guida dell'ESMA l'elenco indicativo di interessi legittimi e delle situazioni in cui il ritardo è considerato fuorviante per il pubblico³³.

³² Sulla difficoltà di provare la non fuorvianza per il pubblico si vedano C. Di Noia/M. Gargantini, *The Market Abuse Directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, cit., nt. 17 ed ESME Report.

³³ Nelle [linee guida](#) dell'ottobre 2016, l'ESMA, sulla falsariga delle *guidance* del CESR del 2006, ha dettato una lista non esaustiva di interessi legittimi, quali la pendenza di trattative, fusioni, acquisizioni, scissioni, ristrutturazioni, che potrebbero essere pregiudicate dalla comunicazione prematura al pubblico, casi in cui la sostenibilità finanziaria risulti in serio e imminente pericolo e la comunicazione immediata pregiudicherebbe la conclusione di trattative per garantire il risanamento finanziario, le decisioni prese o i contratti stipulati dall'organo direttivo di un emittente che necessitano, in conformità con le leggi nazionali o lo statuto interno dell'emittente, dell'approvazione di un altro organo, lo sviluppo di prodotti o invenzioni la cui comunicazione immediata potrebbe pregiudicare i diritti di proprietà intellettuale, la decisione dell'emittente di vendere una partecipazione rilevante di un'altra società e la comunicazione di tale informazione potrebbe compromettere l'attuazione di tale piano e ha inoltre esemplificato alcune situazioni nelle quali il ritardo potrebbe essere fuorviante per il pubblico.

Con riferimento alle situazioni nelle quali il ritardo nella comunicazione dell'informazione privilegiata è considerato fuorviante per il pubblico, l'ESMA prevede tre casistiche esemplificative e non esaustive; si tratta dei casi in cui: i) le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione sono sostanzialmente differenti dalla precedente dichiarazione pubblica dell'emittente in merito all'argomento a

La condizione della non fuorvianza è stata oggetto di critiche, sin dai tempi della MAD, in quanto difficile da rispettare; è stato pertanto suggerito di modificare questa condizione al fine di consentire agli emittenti di pubblicare l'informazione solo quando questa ha un certo grado di certezza³⁴. La difficoltà di soddisfare la condizione della "non fuorvianza" è insita nella definizione stessa di informazione privilegiata perché se, come abbiamo visto, questa è un'informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe come base per la sua decisione, ogni ritardo nella comunicazione di tale informazione è di per sé "fuorviante", poiché priva l'investitore di un'informazione rilevante ai fini della sua decisione. Tuttavia, mentre sotto la vigenza della MAD in Italia la procedura del ritardo è stata attivata raramente dagli emittenti³⁵ (poiché la Consob aveva adottato una "strategia difensiva" declinando il requisito della precisione come consentito dalla direttiva di livello II³⁶), con il MAR, data l'ampia portata delle definizioni di informazione privilegiata, la procedura del ritardo diventa l'unico rimedio per gli emittenti per evitare la comunicazione di informazioni non ancora mature. La necessità di utilizzare maggiormente il ritardo è stata sottolineata anche dalla Consob in varie occasioni³⁷.

Di contrario avviso è stata tuttavia l'ESMA nelle linee guida citate³⁸ ove ha sostenuto che la procedura del ritardo è un'eccezione alla regola dell'immediata comunicazione³⁹. Tale affermazione è stata da più parti criticata alla luce del fatto che, stante l'unica nozione di informazione privilegiata per gli obblighi di comunicazione e per i divieti di abuso e la probabilità che anche una tappa intermedia possa costituire un'informazione privilegiata, gli obblighi di comunicazione sono anticipati e che quindi la procedura del

cui fanno riferimento le informazioni privilegiate; ii) le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione riguardano il fatto che gli obiettivi finanziari dell'emittente non saranno probabilmente raggiunti qualora tali obiettivi siano stati previamente pubblicamente annunciati; iii) le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le aspettative di mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente al mercato, quali interviste, campagne promozionali itineranti.

³⁴ Si veda quanto riportato dal Gruppo di esperti dell'ESME, nel *Report, Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, cit., nt. 18 e così anche C. Di Noia e M. Gargantini, *Issuers at midstream: disclosure of multistage in the current and in the proposed EU Market Abuse Regime*, European Company and Financial Review", p. 520, nt. 17.

³⁵ Dalla Relazione Consob per l'anno 2015 risulta che nel 2015 ci sono stati solo 3 casi di ritardo a dimostrazione del fatto che l'istituto del ritardo è scarsamente utilizzato in quanto le previsioni regolamentari e quelle contenute nella Comunicazione Consob hanno consentito di posticipare la comunicazione di informazioni privilegiate a una fase più matura.

³⁶ Cfr §1.

³⁷ Cfr. p. 5 del documento di consultazione delle linee guida ove la Consob ha affermato che "l'emittente dovrebbe avvalersi della possibilità di ritardare la pubblicazione in modo pressoché fisiologico.

³⁸ Cfr. ESMA, [Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information](#), 13 July 2016/ESMA/2016/1130, p. 14, par. 52.

³⁹ Cfr. [ESMA Consultation Paper – Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, 28 January 2016/ESMA/2016/162](#), p.23, par. 69.

ritardo dovrebbe essere maggiormente utilizzata⁴⁰. Se da un lato l'elenco non esaustivo legittima gli emittenti a utilizzare la procedura del ritardo anche in casi non contemplati dalle linee guida, dall'altro lato le società resterebbero esposte al rischio che la loro condotta possa essere ritenuta non in linea con il requisito di "non fuorvianza".

La Consob, nelle linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate pubblicate nel 2017, ha incentivato il ricorso al ritardo, indicato come rimedio pressoché fisiologico, e ciò sembra confermato anche dai dati dell'ultima Relazione Annuale per il mercato secondo cui nel 2018 i casi di ritardo notificati all'Autorità sono stati 362 a fronte di 3, 4 casi di ritardo *ante* MAR. Le informazioni oggetto di ritardo hanno riguardato prevalentemente le operazioni straordinarie e le informazioni finanziarie periodiche.

Tuttavia, questo uso quasi sistematico del ritardo se, da un lato, consente di evitare la comunicazione di informazioni non sufficientemente mature, dall'altro lato lascia agli emittenti una grande responsabilità. È infatti in capo agli emittenti il compito di assicurare che siano rispettate tutte le condizioni di esercizio del ritardo, tra le quali di particolare problematicità è quella che prevede che il ritardo non abbia l'effetto di fuorviare il pubblico. Questa condizione appare infatti in potenziale contraddizione con la stessa nozione di informazione privilegiata che definisce tale "un'informazione ... che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi". Se l'informazione infatti è privilegiata in quanto può avere un effetto significativo sui prezzi, è difficile dimostrare che il ritardo della sua diffusione non abbia l'effetto di fuorviare il pubblico, ritardando tale effetto sui prezzi.

A livello europeo, in assenza di un'auspicabile revisione del Regolamento nella direzione della doppia nozione di informazione privilegiata, sarebbe pertanto quantomeno opportuno che le Autorità europee condividessero espressamente l'opinione secondo la quale il ritardo non è una misura eccezionale ma il naturale contrappeso al rischio di una comunicazione prematura, eliminando o rivedendo sostanzialmente la condizione di non fuorvianza per il suo utilizzo.

La Commissione europea, nel mandato all'ESMA, sembra riconoscere la distinzione tra l'informazione privilegiata matura abbastanza da far scattare i divieti di abuso da quella non sufficientemente matura da essere comunicata al pubblico e chiede inoltre

⁴⁰ Lo stesso SMSG (*Securities and Markets Stakeholder Group*) dell'ESMA ha criticato tale impostazione sostenendo l'importanza di non interpretare restrittivamente il ritardo. Si veda *Securities and Markets Stakeholder group – Response to ESMA's Consultation paper on draft guidelines on Market Abuse Regulation*, 31 marzo 2016.

all'ESMA di raccogliere informazioni sull'utilizzo del ritardo negli Stati membri al fine di verificare eventuali punti di divergenza.

2.1 La procedura del ritardo

Il MAR, dopo aver previsto le condizioni che legittimano il ritardo, stabilisce la procedura da attivare in questo caso; esso prevede che l'emittente, quando abbia ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate, notifichi tale ritardo all'Autorità competente e fornisca per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le tre condizioni, immediatamente dopo che le informazioni siano state comunicate al pubblico. In alternativa gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione sia presentata solo su richiesta dell'Autorità competente ⁴¹ (art. 17, par. 4). L'opzione è stata esercitata nel d.lgs. n. 107/2018 che ha adeguato il Tuf al Regolamento (cfr. art. 114, comma 3).

Il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 stabilisce le norme tecniche di attuazione per la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e per ritardare la comunicazione di tali informazioni richiedendo, di fatto, di porre in essere una procedura che consenta di rispettare, *ex-ante*, le condizioni del Regolamento e che consenta di provare la sussistenza delle condizioni che legittimano il ritardo.

Un'importante novità del MAR in materia di comunicazione al pubblico è rappresentata dalla procedura "speciale" di ritardo di cui si possono avvalere i (soli) enti creditizi e istituti finanziari se quanto quotati (art. 17, par. 5)⁴²; tale facoltà, sconosciuta all'interno

⁴¹ In questo senso si sono orientati in Francia e Regno Unito.

Per un commento si veda J. L. Hansen, *Say when: when must an issuer disclose inside information?*, cit., nt. 24.

⁴² Il Regolamento detta, all'art. 3, la definizione di ente creditizio ed, invero, quella di ente finanziario (in luogo di "istituto finanziario" per il quale non si rinviene un'autonoma definizione) rinviando al regolamento (UE) n. 575/2013 che a sua volta definisce ente creditizio: "un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto" e ente finanziario: "un'impresa diversa da un ente la cui attività principale consiste nell'assunzione di partecipazioni o nell'esercizio di una o più delle attività di cui ai punti da 2 a 12 e al punto 15 dell'allegato I della direttiva 2013/36/UE, comprese una società di partecipazione finanziaria, una società di partecipazione finanziaria mista, un istituto di pagamento ai sensi della direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno (1), e una società di gestione patrimoniale, ma escluse le società di partecipazione assicurativa e le società di partecipazione assicurativa miste quali definite all'articolo 212, paragrafo 1, lettera g), della direttiva 2009/138/CE".

Il decreto attuativo della direttiva 2014/59/UE (cd. *Banking Resolution and Recovery Directive*), che disciplina la gestione delle crisi di banche e imprese di investimento, prevede, per le banche quotate, l'obbligo di differire la diffusione al pubblico della notizia relativa alla procedura di risoluzione sino al momento della pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, sul sito web della Banca d'Italia e su quello dell'ente sottoposto a risoluzione, anche ove la sussistenza dei presupposti per l'avvio della procedura sia conosciuta dall'emittente o dai componenti dei suoi organi di amministrazione e controllo in data anteriore

della MAD e prevista al fine di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario⁴³, è esercitabile qualora siano soddisfatte congiuntamente le seguenti condizioni: i) la comunicazione delle informazioni privilegiate comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario; ii) è nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione; iii) è possibile garantire la riservatezza delle informazioni; iv) l'Autorità competente ha autorizzato il ritardo alla luce della presenza delle condizioni sopramenzionate.

Diversamente dalla procedura generale del ritardo, quella degli intermediari finanziari necessita quindi di un'autorizzazione *ex ante* da parte dell'Autorità competente. Inoltre, diversamente da quanto previsto per la procedura generale del ritardo, non è richiesta tra le condizioni quella di "non fuorviare il pubblico" e ciò prova che il *test* della non fuorvianza non avrebbe potuto funzionare in quanto, in questo caso, il ritardo sarebbe fuorviante e gli interessi di tutela della stabilità finanziaria prevalgono sulla protezione degli investitori.

Per potersi avvalere del ritardo, il MAR prevede che l'emittente notifichi all'Autorità competente l'intenzione di ritardare la comunicazione fornendo prova della sussistenza delle condizioni di cui sopra (art. 17, par. 6).

L'Autorità competente provvede a che le comunicazioni siano ritardate solo per il tempo necessario per il pubblico interesse e valuta che le condizioni previste dal MAR siano soddisfatte. In caso di mancata autorizzazione al ritardo, l'emittente finanziario deve procedere immediatamente alla comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

Il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 stabilisce che la notifica all'Autorità competente sia trasmessa in via elettronica e che quest'ultima comunichi per iscritto all'emittente la decisione di ritardare o di rifiutare il ritardo.

(art. 99, comma 5 del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180). La Consob, in sede di audizione al Senato della Repubblica sullo schema di decreto, aveva criticato tale disposizione, argomentando che essa non era volta a recepire le disposizioni della direttiva citata e si poneva in contrasto con la disciplina comunitaria sugli abusi di mercato che prevede invece la diffusione al pubblico, senza indugio, di qualsiasi informazione *price sensitive* (cfr. Intervento del Presidente Consob, Giuseppe Vegas, *Audizione sugli schemi di decreto legislativo relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE*, Roma, 22 ottobre 2015). Nella relazione al decreto si afferma invece, laconicamente, che la disposizione è in linea con il MAR.

⁴³ Tanto che il Regolamento giustifica tale ritardo in presenza di un problema di liquidità e a fronte della necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza (art. 17, par. 5).

Agli emittenti creditizi e finanziari quotati, fuori dai casi indicati poc'anzi, è consentito in ogni caso avvalersi della generale procedura del ritardo di cui al par. 4, come previsto dall'art. 17, par. 6 del MAR.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla Commissione europea in vista della revisione.

Alla luce dell'ampiezza della nozione di informazione privilegiata, del fatto che sulla stessa poggiano sia i divieti di abuso che gli obblighi informativi, con il rischio di una comunicazione prematura degli eventi non sufficientemente maturi da parte degli emittenti, dell'esistenza di condizioni stringenti per il ritardo, appare opportuno:

- i) distinguere la nozione di informazione privilegiata ai fini di abuso da quella ai fini di comunicazione, in linea con quanto già auspicato dal gruppo ESME; in particolare la proposta è quella di sostituire l'art. 7.1 MAR con un obbligo di comunicazione al pubblico appena possibile dei "fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività", in linea con quanto previsto dalla precedente direttiva 79/279/CEE. A differenza del MAR, la direttiva citata non richiedeva la comunicazione degli eventi prospettici. Ciò avrebbe il pregio sia di semplificare gli oneri amministrativi in capo alle società, sia di consentire una più efficace vigilanza;
- ii) in subordine, qualora non venisse distinta la nozione di informazione privilegiata ai fini dei divieti di *insider trading* e degli obblighi di comunicazione per gli emittenti, modificare le condizioni del ritardo eliminando o modificando la condizione che richiede che il ritardo non sia fuorviante per il pubblico e ampliare l'elenco di esempi di legittimi interessi previsti dall'ESMA reinserendo tra questi anche quello relativo a sviluppi pendenti la cui comunicazione pregiudicherebbe gli interessi degli emittenti (condizione che è stata eliminata dall'ESMA nella versione finale delle linee guida);
- iii) verificare, in sede ESMA, le soluzioni messe in atto nei diversi Stati membri per affrontare il problema della comunicazione prematura delle informazioni e per verificare l'effettivo utilizzo del ritardo nei diversi Stati membri. Ciò, come anticipato nell'introduzione, è stato accolto nella richiesta di parere della Commissione europea all'ESMA.

3. Applicazione della disciplina agli MTF

Una delle grandi novità del MAR è l'estensione del proprio campo di applicazione che, coerentemente con la disciplina della nuova Mifid⁴⁴, si applica non più solo agli strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati, ma anche a quelli esclusivamente negoziati nelle nuove *trading venues*, cioè sistemi multilaterali di

⁴⁴ Si tratta del pacchetto legislativo costituito dalla direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 e dal regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014.

negoziato (di seguito “MTF”) e nei sistemi organizzati di negoziazione (di seguito “OTF”)⁴⁵.

Di conseguenza, gli emittenti ammessi esclusivamente su nuove *trading venues* sono soggetti agli stessi obblighi previsti per gli emittenti negoziati sui mercati regolamentati per quanto riguarda la comunicazione delle informazioni privilegiate, la tenuta dei registri *insider* e la comunicazione delle operazioni dei *manager*⁴⁶.

L’applicazione della disciplina contenuta nel MAR agli MTF ha destato non poche perplessità in quanto, da un lato, a molti di questi MTF erano già applicabili disposizioni in materia di comunicazioni *price sensitive* ad opera dei gestori di tali piattaforme⁴⁷, dall’altro lato l’appesantimento degli obblighi informativi va nella direzione opposta agli obiettivi europei di semplificazione per le PMI; le PMI accedono a queste *trading venues* sul presupposto di godere di regole semplificate al fine di consentire un graduale acclimatamento al mercato dei capitali.

Successivamente all’estensione del MAR agli MTF, non è peraltro chiaro se e quale attività di *enforcement* sia stata posta effettivamente in essere dalle Autorità Competenti.

⁴⁵ L’MTF è definito come un sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva (cfr. art. 4, par. 22 della direttiva Mifid). L’OTF è definito come un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva (cfr. art. 4, par. 23 della direttiva Mifid).

Nel nostro ordinamento la disciplina sanzionatoria sugli abusi di mercato era già estesa agli strumenti finanziari ammessi esclusivamente alla negoziazione sugli MTF; ciò in forza della nozione di strumenti finanziari contenuta nel Titolo I-bis della Parte IV del Tuf che ricomprende, ai fini dell’applicazione della disciplina sugli abusi di mercato, anche gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano. (per un commento a tale disciplina riveniente dal d.lgs. n. 101 del 17 luglio 2009 si veda la circolare Assonime 22/2010, *L’estensione della disciplina sugli abusi di mercato e sugli obblighi informativi agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione*).

⁴⁶ Quindi, ad esempio la disciplina citata è applicabile alle società italiane con azioni quotate sull’AIM Italia e a quelle che emettono minibond sull’Extra MOTpro. Mentre per le società ammesse a negoziazione su AIM Italia il Regolamento della società di gestione del mercato prescriveva già alcuni obblighi in tema di comunicazione dei *fatti price sensitive*, il tema è di assoluta novità per le società ammesse a negoziazione su ExtraMOTpro. Alcune semplificazioni sono state invece disposte per gli emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un “mercato di crescita per le PMI”, come definito nella nuova direttiva Mifid (in tema di pubblicazione delle informazioni privilegiate e registri *insider* di cui si dirà in prosieguo); ciò al fine di alleviare gli oneri a carico di queste società.

⁴⁷ Cfr. Veil e C. Di Noia, *SME Growth Markets*, D. Busch a G. Ferrarini, Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR, Oxford University Press, 2017, p. 354 e ss.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla Commissione europea in vista della revisione.

- i) verificare, in sede ESMA se siano state poste effettivamente in essere attività di *enforcement* sugli MTF;
- ii) escludere gli MTF dall'applicazione delle disposizioni in materia di registri degli *insider* e operazioni dei *manager*. Con riguardo agli obblighi di comunicazione, la proposta è quella di prevedere la *disclosure*, appena possibile, dei “fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività”, in linea con quanto previsto dalla previgente direttiva 79/279/CEE e come già proposto per le società quotate sui mercati regolamentati.

4. I registri degli *insider*

In relazione alla disciplina dei registri si sono poste, sin dai lavori preparatori del Regolamento, alcune criticità; in primo luogo è stato criticato il contenuto ampio del registro che richiede di indicare molte più informazioni rispetto al passato. In secondo luogo non era chiaro se fosse possibile mantenere il registro cd. permanente dove iscrivere i soggetti che hanno sempre accesso alle informazioni privilegiate per la funzione che rivestono all'interno della società. In terzo luogo non era chiaro se fosse ancora possibile l'istituzione del registro da parte dei terzi soggetti che agiscono in nome e per conto degli emittenti e quale fosse il relativo regime di responsabilità e, in caso positivo, se fosse ancora possibile inserire, nel registro dell'emittente, i riferimenti del terzo-persona giuridica e di un solo soggetto di riferimento all'interno di tale persona giuridica. Parte di queste criticità sono state risolte dall'ESMA con lo strumento delle Q&A. Altre non sono state risolte e danno luogo a prassi difformi negli Stati membri. Entrambe saranno descritte nel prosieguo.

4.1 I principali obblighi

Il MAR mantiene, in linea di continuità con la MAD, l'obbligo di istituzione di elenchi di soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate e con le quali esiste un rapporto di collaborazione professionale, prevedendo l'aggiornamento tempestivo dell'elenco stesso e la trasmissione all'Autorità competente non appena possibile,

dietro sua richiesta. L'obbligo è posto a carico degli emittenti o delle persone che agiscono a nome o per conto di essi (art. 18, par. 1).

L'elenco degli *insider* costituisce sia uno strumento per le Autorità di vigilanza che indagano sui possibili abusi di mercato, sia una misura di prevenzione⁴⁸; anche l'elenco degli *insider* figura tra gli elementi del mandato della Commissione all'ESMA che è invitata a verificarne l'utilità.

Gli emittenti o le persone che agiscono per loro conto devono prendere tutte le ragionevoli misure per assicurare che tutte le persone figuranti nell'elenco prendano atto, per iscritto, degli obblighi giuridici e regolamentari connessi e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di violazione (art. 18, par. 2)⁴⁹. Il MAR precisa che qualora una persona, che agisce in nome o per conto dell'emittente, si assuma l'incarico di redigere e aggiornare l'elenco di quanti hanno accesso a informazioni privilegiate, l'emittente rimane responsabile del rispetto degli obblighi previsti (art. 18, par. 2, comma 2).

Il MAR disciplina compiutamente il contenuto dell'elenco e detta i motivi del relativo aggiornamento, stabilisce l'obbligo di conservazione degli elenchi per almeno 5 anni e prevede un'esenzione dalla redazione dell'elenco per gli emittenti ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita per le PMI⁵⁰, anche se, come si vedrà in prosieguo, tale esenzione è svuotata di significato alla luce delle misure di livello II (art. 18, para. 3, 4, 5 e 6).

Quanto al contenuto dell'elenco, il MAR prevede che esso includa almeno le seguenti informazioni: a) l'identità di tutte le persone aventi accesso alle informazioni privilegiate; b) il motivo per cui tali persone sono iscritte nell'elenco; c) la data e l'ora in cui tali persone hanno avuto accesso alle informazioni privilegiate; d) la data di redazione dell'elenco (art. 18, par. 3).

Rispetto alla disciplina previgente, che richiedeva soltanto l'indicazione della data in cui le persone hanno avuto accesso alle informazioni privilegiate, il MAR richiede anche l'indicazione dell'ora in cui le persone hanno avuto accesso alle informazioni privilegiate.

⁴⁸ Cfr. considerando 56.

⁴⁹ Nel pacchetto *SME Listing* viene modificata la formulazione dell'art. 18, par. 2 eliminando la "o" e sostituendola con la "e" così da rendere (forse) più chiaro che l'adempimento dell'istituzione del registro incombe sia sull'emittente che sulla persona che agisce in nome e per conto dell'emittente.

⁵⁰ Cfr. art. 18, par. 6.

In linea di continuità con la disciplina previgente, i soggetti obbligati devono curare anche l'aggiornamento del registro che interviene: a) se vi è una variazione quanto al motivo dell'inclusione di una persona già figurante nell'elenco; b) se vi è una persona nuova che ha accesso alle informazioni privilegiate che deve essere quindi aggiunta all'elenco; c) se una persona non ha più accesso alle informazioni privilegiate. In aggiunta, ciascun aggiornamento deve indicare la data e l'ora in cui si è verificato il cambiamento che ha reso necessario l'aggiornamento. Così se l'informazione cessa di essere privilegiata, l'emittente indica tale circostanza nel registro e ne informa le persone indicate.

Il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 disciplina ancora più dettagliatamente il contenuto dell'elenco che viene arricchito rispetto alle previsioni contenute nella MAD⁵¹.

4.2 La struttura del registro

Il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 disciplina anche la struttura dell'elenco; oltre all'elenco destinato a censire le persone aventi accesso occasionalmente alle informazioni privilegiate per singola informazione privilegiata (cd. registro occasionale di cui al modello I dell'allegato I al Regolamento di esecuzione⁵²) è stata riconosciuta la possibilità di istituire una sezione deputata a censire le persone aventi accesso permanente alle informazioni privilegiate (cd. registro permanente, di cui al modello II dell'allegato al Regolamento di esecuzione)⁵³. Questa prassi esisteva già nel regime pre-vigente⁵⁴, tuttavia, oggi il Regolamento di esecuzione stabilisce che nel c.d.

⁵¹ Si veda l'allegato I. Sarebbe stato più ragionevole prevedere un *format* più semplificato quanto alle informazioni da censire e fornire invece tutte le informazioni indicate solo in un momento successivo, a richiesta dell'Autorità competente, per esempio implementando un modello minimale di informazioni da inserire nel registro, sul modello di quello Consob, e fornendo all'Autorità competente ulteriori informazioni solo in caso di richiesta.

⁵² Quindi specificando la singola informazione (progetto, contratto, evento aziendale o finanziario).

⁵³ Tale possibilità non era stata ammessa incontrovertibilmente nel documento di consultazione dell'ESMA, prodromico all'emanazione delle misure di livello II, e che per tale motivo era stata oggetto di critiche; nonostante fosse prassi dei principali Stati membri, in linea con la (pre)vigente disciplina, strutturare 2 registri: uno per i soggetti che in relazione alla loro funzione hanno un accesso permanente alle informazioni privilegiate e un altro registro deputato a iscrivere nell'elenco i soggetti che su base occasionale hanno accesso alle informazioni privilegiate.

⁵⁴ La direttiva di livello II (direttiva 2004/72/CE) prevedeva l'istituzione di un registro di tutte le persone con accesso regolare od occasionale alle informazioni privilegiate (art. 5). Questo è il caso dell'Italia, della Germania e della Francia (cfr. Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, le *Guidelines* per gli emittenti della Bafin e infine la posizione dell'AMF del 2006, n. 11). Per quanto specificamente concerne il nostro ordinamento, la comunicazione Consob afferma che è possibile strutturare i registri su base funzionale/permanente ed occasionale (cfr. par. 116). La mancata o errata alimentazione dei registri è stata in alcuni casi sanzionata dalla Consob (si vedano, per esempio, le delibere n. 18806 del 18 febbraio 2014 e n. 18944 dell'11 giugno 2014).

registro permanente possono essere censiti solo quei soggetti che hanno accesso **sempre e a tutte** le informazioni privilegiate (presumibilmente solo gli amministratori esecutivi, il direttore generale, ove presente, e i relativi *staff*), come anche segnala la Consob nelle linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate, e quindi se sotto la vigenza della MAD le prassi delle società erano quelle di farvi rientrare un nutrito numero di soggetti, ciò deve essere rivisto alla luce della nuova impostazione che richiede invece una maggiore valorizzazione del registro occasionale, anche come strumento di vigilanza per la repressione dei fenomeni di abuso di mercato.

Il Regolamento di esecuzione specifica che i dati dei titolari di accesso permanente riportati nella sezione supplementare non devono essere ripresi nella sezione dedicata al registro occasionale (art. 2, par. 2, comma 1).

Quanto agli **emittenti sui mercati di crescita delle PMI**, il MAR ha previsto una semplificazione, stabilendo l'esenzione dalla redazione dei registri a condizione che: i) gli emittenti su tali mercati adottino ogni misura ragionevole per assicurare che le persone aventi accesso alle informazioni privilegiate siano a conoscenza degli obblighi giuridici e delle sanzioni applicabili in caso di violazione e; ii) gli emittenti siano in grado di fornire, su richiesta dell'Autorità competente, un elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate (art. 18, par. 6). In realtà, queste semplificazioni non sono efficaci poiché da un lato, il fatto di dover mettere a disposizione *ex-post* il registro in caso di richiesta dell'Autorità competente costringe gli emittenti a dotarsi comunque di un registro, dall'altro lato il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 non riduce di fatto le informazioni che le PMI sono tenute a inserire nei loro registri⁵⁵. Inoltre, tali limitate semplificazioni per le PMI sono tuttavia entrate in vigore solo con la Mifid II e quindi il 3 gennaio 2018, quasi 2 anni dopo l'entrata in vigore del MAR.

Opportunamente l'accordo raggiunto dal legislatore europeo sul pacchetto *SME Listing* prevede l'obbligo, per le PMI sui mercati di crescita, del solo registro cd. permanente ove includere solo i riferimenti di quei soggetti che per la loro funzione o posizione all'interno dell'emittente hanno accesso regolare alle informazioni privilegiate; ciò salvo che lo Stato membro non opti per prevedere in ogni caso la tenuta del registro *insider* per tutti i soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate. Notiamo però che mentre nel registro cd. permanente che devono tenere le PMI nei mercati di crescita devono essere censiti i "soggetti che hanno **accesso regolare** alle informazioni"; nel

⁵⁵ Il considerando 9 precisa che per gli emittenti sui mercati di crescita delle PMI è possibile produrre e conservare le informazioni in formato diverso dal formato elettronico. Sarebbe stata invece auspicabile una semplificazione, non solo con riguardo alle cd. PMI di crescita, ma anche per gli MTF e OTF (si veda la risposta di *Deutsche Borse* del 27 gennaio 2014 all'indirizzo dell'ESMA).

registro cd. permanente per le società diverse dalle PMI, i soggetti che devono essere censiti sono i “soggetti che hanno **sempre accesso a tutte** le informazioni” (il tema che si potrebbe porre a tale riguardo concerne le possibili conseguenze che possono derivare da questa differente formulazione e cioè se, in particolare, il registro cd. permanente per le PMI debba/possa contenere un più ampio numero di soggetti rispetto al registro cd. permanente per le società diverse dalle PMI). Queste semplificazioni non sono state tuttavia estese alle altre PMI quotate sui mercati regolamentati e su altri MTF.

Quanto al formato, il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 stabilisce che il registro sia tenuto in formato elettronico e che debba garantire in ogni momento: i) la riservatezza delle informazioni e che l'accesso sia consentito solo alle persone chiaramente identificate che devono accedervi per la natura della rispettiva funzione o posizione; ii) l'esattezza delle informazioni riportate nell'elenco; iii) l'accesso e il reperimento delle versioni precedenti dell'elenco. L'*insider list* è tenuto per almeno un periodo di 5 anni.

4.3 Le persone che agiscono in nome e per conto dell'emittente

Come già anticipato, il MAR mantiene, in linea di continuità con la MAD, l'obbligo di istituzione di elenchi di soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate e con le quali esiste un rapporto di collaborazione professionale; l'obbligo è posto a carico degli emittenti o delle persone che agiscono a nome o per conto di essi (art. 18, par. 1).

Il MAR prevede inoltre che qualora una persona, che agisce in nome o per conto dell'emittente, si assuma l'incarico di redigere e aggiornare l'elenco di quanti hanno accesso a informazioni privilegiate, l'emittente rimane responsabile del rispetto delle norme sui registri e l'emittente conserva sempre il diritto di accesso all'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate (art. 18, par. 2, comma 2).

Il dubbio che si era posto in relazione alla previsione da ultimo indicata era relativo al fatto se la fattispecie prevista dal MAR dovesse riferirsi esclusivamente al caso del soggetto che, su mandato dell'emittente, redigesse e aggiornasse il registro per conto dell'emittente medesimo ed in sua vece (per esempio una società del gruppo o un cd. *service provider*) o se ricoprisse anche il caso di un terzo, per esempio un intermediario o un consulente, che, coinvolto in un'operazione straordinaria dell'emittente, ha quindi accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente medesimo. Nel regime (pre)vigente, infatti, i soggetti che agivano in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso (per esempio i consulenti)

istituivano un proprio registro destinato a censire quei soggetti che, al loro interno, avevano accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente, registro del quale tali soggetti avevano la piena responsabilità. L'emittente era tenuto ad indicare nel proprio registro il nome del consulente (se persona fisica) o della società di consulenza (se persona giuridica) unendo un nominativo di riferimento⁵⁶.

Qualora si fosse ritenuto che la fattispecie prevista dal MAR copriva entrambi i casi indicati, ciò avrebbe comportato un'impostazione radicalmente diversa da quella previgente in quanto l'emittente sarebbe stato responsabile anche della corretta tenuta del registro da parte dei soggetti terzi e ciò avrebbe richiesto un allineamento anche per le collaborazioni in corso con intermediari/consulenti⁵⁷.

La questione, che rilevava sia in Italia che in altri ordinamenti, è stata quindi posta all'attenzione della Consob⁵⁸, della Commissione europea e dell'ESMA da parte di Assonime⁵⁹ e *Europeanissuers*⁶⁰. L'ESMA, nelle Q&A del settembre 2017⁶¹, ha opportunamente chiarito che i soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti, quali i consulenti⁶², istituiscono e mantengono un proprio registro del quale sono pienamente responsabili, ai sensi dell'art. 18, par. 1 MAR.

L'ESMA ha tuttavia ommesso di chiarire se sia ancora possibile per l'emittente, come sotto la vigenza della MAD, inserire nel proprio registro il consulente (persona giuridica) e almeno una persona di riferimento all'interno del consulente, come era stato rappresentato anche nel *Position Paper* di *Europeanissuers*.

⁵⁶ Così era in Italia, Francia e Germania (si vedano la Comunicazione Consob n. 6027054 del 28 marzo 2006, par. 103 abrogata, la posizione dell'AMF n. 2006- 11 e le *Bafin Issuer Guidelines*).

⁵⁷ Come pare(va) indicare l'ESMA (Cfr. ESMA, *Draft Consultation Paper*, 15 luglio 2014, n. 208, par. 303 nel momento in cui afferma che è l'emittente a fornire all'Autorità Competente o la lista consolidata (sua e della terza parte) o due liste separate (sua e della terza parte)). Nel documento di *feedback* della consultazione l'ESMA, in relazione ai commenti ricevuti sul tema delle terze parti e delle connesse responsabilità (tra i quali quelli di Assonime, cfr. [Interventi e consultazioni 3/2014](#)), afferma l'impossibilità di fornire una risposta in quanto materia non inclusa nella delega all'ESMA e afferente una questione di livello I (p. 180).

⁵⁸ Cfr. Interventi e consultazioni n. 17/2016 e Note e Studi n. 15/2016.

⁵⁹ Cfr. Interventi e consultazioni Assonime n. 3/2017.

⁶⁰ Si tratta di un'associazione europea degli emittenti di cui è membro anche Assonime. Cfr. *European Issuers, Position Paper* in [news Assonime del 5 settembre 2017](#).

⁶¹ Cfr. ESMA, Q&A ESMA70-145-111, Q10.1.

⁶² In linea di continuità con la vecchia Comunicazione Consob del 2006, le linee guida Consob dell'ottobre 2017 riportano esempi di società, enti e associazioni quali i consulenti dell'emittente relativamente a operazioni in materia legale, fiscale, economico aziendale, banche che organizzano e attuano programmi di finanziamento dell'emittente, soggetti che agiscono nell'ambito di consorzi di collocamento, società di revisione, *sponsor*, *specialist*, *nomad* (par. 5.2.6).

A parere di chi scrive né il MAR né i lavori di livello II contengono preclusioni in tal senso e anzi lo stesso MAR (art. 18.1, lett. a)) prescrive a carico degli emittenti la tenuta del registro di tutti quelli che hanno accesso a informazioni privilegiate e con le quali esiste un rapporto di "collaborazione" che sussiste, non tanto con le persone fisiche che sono dipendenti o collaboratori del consulente (persona giuridica), ma quanto con il consulente - persona giuridica - al quale si conferisce, per esempio, mandato per collocare degli strumenti finanziari o sondare il mercato per una certa operazione. Lo stesso chiarimento dell'ESMA circa l'obbligo di istituzione del registro da parte del consulente sarebbe svuotato di significato qualora fosse imposto all'emittente di inserire nel proprio registro tutte le persone che lavorano per il consulente per la data operazione. In alcuni Stati membri l'emittente, come nel regime previgente, continua a indicare nel proprio registro il consulente persona giuridica e il nominativo di un referente all'interno della persona giuridica⁶³. In Italia, invece, la Consob, nelle linee guida, ha chiarito che, diversamente dal regime previgente, non è sufficiente inserire nell'*insider list* dell'emittente il nominativo di una sola persona di riferimento ma è necessario che siano registrati i dati di tutte le persone del consulente persona giuridica che risultano, all'emittente, avere accesso alle informazioni privilegiate. Il consulente, da parte sua, include nella propria *insider list* i dati di tutti i soggetti che al suo interno hanno accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente⁶⁴.

Le diverse prassi vigenti negli Stati membri possono anche dar luogo a criticità in casi in cui l'emittente operi in uno Stato e il consulente in un altro dove vige una differente prassi.

L'ESMA, nella Q&A citata, ha infine chiarito che è invece diverso il caso in cui un soggetto agisce su mandato dell'emittente per la tenuta del registro in veste di *service provider*; in tale caso l'emittente che deleghi la tenuta del registro al *service provider* sarà responsabile della tenuta di questo registro ai sensi dell'art. 18, par. 2 MAR, così come previsto nel regime previgente.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla Commissione europea in vista della revisione.

⁶³ Così in Francia, [AMF, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée](#), Cfr. Germania (Bafin FAQ on insider list, 31.5.2017, II.3).

⁶⁴ Cfr. par. 5.2.6.

- i)
chiarire, a livello I, la possibilità per l'emittente di indicare nell'*insider list* i soli riferimenti della persona di riferimento all'interno del consulente (persona giuridica), in linea di continuità con la disciplina previgente.

5. Le operazioni dei *manager*

La disciplina delle operazioni dei *manager* riveniente dal MAR è piuttosto complessa, in generale, e comunque anche rispetto alla disciplina previgente. Anche in questo caso si sono poste alcune criticità nell'applicazione della disciplina. Esse riguardano: i) la definizione di persone strettamente legate; ii) la mancata chiarezza sul novero delle operazioni che danno luogo all'obbligo di notifica; iii) la ristretta tempistica per la notifica delle operazioni al pubblico da parte degli emittenti; iv) la bassa soglia per la notifica delle operazioni; v) l'applicazione dei *closed period*. Anche in questo caso talune criticità sono state risolte dall'ESMA con lo strumento delle Q&A. Altre invece sono rimaste.

5.1 I soggetti tenuti alla comunicazione

Il MAR, in linea di continuità con la disciplina (pre)vigente, regola la trasparenza delle operazioni dei *manager* dell'emittente (art. 19), sul presupposto che essa costituisca una misura preventiva contro gli abusi di mercato e che la pubblicazione delle operazioni sia un elemento d'informazione estremamente prezioso per gli investitori nonché un ulteriore mezzo per le Autorità competenti per vigilare sui mercati⁶⁵.

La norma prevede che coloro che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione⁶⁶ nonché le persone a loro strettamente associate⁶⁷, notifichino all'emittente e

⁶⁵ Cfr. considerando 58.

⁶⁶ La definizione è contenuta all'art. 3, n. 25 che definisce le persone che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, i componenti degli organi di amministrazione o di controllo e gli alti dirigenti che, pur non essendo membri degli organi citati, abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione futura e sulle prospettive di tale emittente. Con riguardo a tali ultimi soggetti si segnala che, in linea di continuità con il passato, sono richiesti, non solo il regolare accesso alle informazioni privilegiate, ma anche il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'emittente, con ciò differenziandosi dai requisiti previsti per l'iscrizione al registro degli *insider* che presuppone il solo accesso alle informazioni privilegiate.

⁶⁷ Mentre l'art. 19 fa riferimento alle persone "strettamente associate", l'art. 3, n. 26 detta la definizione delle "persone strettamente legate".

all'Autorità competente tutte le proprie operazioni concernenti le quote o i titoli di credito⁶⁸ o strumenti finanziari derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati.

L'emittente provvede affinché le informazioni notificate da coloro che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione nonché dalle persone a loro strettamente associate siano comunicate al pubblico (art. 19, par. 3).

Gli emittenti devono stilare un elenco delle persone che esercitano funzioni di direzione, amministrazione e controllo (di seguito "PDMRs") e delle persone strettamente associate e notificare ai predetti soggetti gli obblighi loro spettanti ai sensi dell'art. 19 (art. 19, par. 5). Tale previsione impone quindi alle società un monitoraggio costante dei soggetti rilevanti e, di conseguenza, un aggiornamento dell'elenco. A fronte di tale obbligo non è però stato imposto espressamente un obbligo a carico delle PDMRs di comunicare all'emittente chi sono le persone a loro strettamente associate. Su questo profilo possono soccorrere le previsioni che gli emittenti possono adottare nelle proprie procedure stabilendo obblighi in tal senso a carico dei PDMRs.

Infine il MAR prevede che coloro che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione notifichino, a loro volta, per iscritto alle persone loro strettamente associate gli obblighi loro spettanti e conservino copia della notifica (art. 19, par. 5, comma 2).

5.2 Le persone strettamente legate

La definizione di persone strettamente legate annovera⁶⁹:

- a) un coniuge o un partner equiparato ai sensi del diritto nazionale;
- b) un figlio a carico ai sensi del diritto nazionale;
- c) un parente che abbia condiviso la stessa abitazione da almeno un anno alla data dell'operazione;
- d) una persona giuridica, *trust* o società di persone le cui responsabilità di direzione siano rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o da una persona di cui alle lettere a), b) o c) o direttamente o indirettamente controllata da detta persona, o sia costituita a suo beneficio, o i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti agli interessi di detta persona.

⁶⁸ La traduzione inglese del Regolamento fa riferimento a: "*shares or debt instruments*".

⁶⁹ Cfr. art. 3, n. 26) MAR.

In sede di prima applicazione del MAR era emerso che per essere soggetti all'obbligo di notifica delle operazioni fosse sufficiente essere una persona giuridica, *trust* o società di persone le cui responsabilità di direzione fossero rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o da una persona di cui alle lettere a), b) o c)⁷⁰; quindi nel caso delle società (A) in cui fosse seduto come consigliere un amministratore (B) di una società quotata (C), il *trading* della società A su C avrebbe fatto scattare gli obblighi di notifica delle operazioni in capo alla società A (e al consigliere di amministrazione (B)) per tutte le operazioni poste in essere da (A) sui titoli della società (C). Il caso rileva(va) soprattutto per quelle società bancarie e finanziarie in cui un consigliere fosse stato anche membro di un organo amministrativo di una società quotata (cd. *cross-directorship*) e avrebbe comportato, per la società bancaria e finanziaria, la comunicazione di tutto il *trading* (fisiologico) su titoli di società quotate in cui sedesse un proprio consigliere di amministrazione.

Il tema della *cross-directorship* era stato affrontato anche sotto la vigenza della MAD che al riguardo, non era mutata⁷¹; sotto la vigenza della MAD la Consob aveva adottato un approccio sostanzialistico avendo avuto cura di precisare che il caso che faceva scattare gli obblighi di comunicazione *internal dealing* riguardava le situazioni nelle quali nell'organo amministrativo (della società A, per restare all'esempio) sedesse come amministratore unico un consigliere (B) della società (C) o la metà del consiglio fosse composto dal *manager* (B) e/o da persone a lui strettamente legate⁷². Solo in tali situazioni ricorreva quella funzione "di gestione" prevista dalla norma previgente (art. 152-*sexies*, comma 1, lett. d.2) del Regolamento Emittenti). Questa scelta era motivata dall'obiettivo, dichiarato dalla Consob, di limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con la finalità antielusiva della norma, definendo criteri basati sull'effettiva possibilità che l'operatività dei soggetti considerati fosse in grado di procurare concreti benefici economici al *manager*⁷³.

⁷⁰ Così il documento di consultazione della Consob dell'ottobre 2016 [e public hearing](#) della Consob del 14 novembre 2016 (cfr. *slide* n. 9).

⁷¹ La definizione di persona strettamente legata contenuta nel MAR non era diversa da quella contenuta nella direttiva di II livello MAD (art. 1 della direttiva 2004/72).

⁷² Comunicazione Consob, par. 138.

⁷³ Cfr. Comunicazione Consob, par. 137: "in relazione a tale argomento si premette che l'inclusione accanto alle persone fisiche legate al soggetto da determinati rapporti di parentela di alcune tipologie di persone giuridiche nell'ambito di applicazione della disciplina è finalizzata ad evitare forme di elusione della trasparenza. In tale ottica appare limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con tale finalità, definendo criteri di identificazione delle persone giuridiche da considerare basati sull'effettiva possibilità che l'operatività di tali soggetti sia in grado di procurare concreti benefici economici al soggetto rilevante". Nel documento di consultazione del 2005 per recepire la vecchia MAD, la Consob aveva optato per un'interpretazione restrittiva della direttiva 2004/72/CE; si legge nel documento che "l'applicazione letterale della direttiva di secondo livello, che includerebbe tutte le società interessate da fenomeni di

All'indomani del mutato orientamento sulla disposizione contenuta nel MAR in ordine ad amministratori di quotate che siedono nel *board* di altre società, Assonime aveva quindi sostenuto la necessità di evitare un'interpretazione formalistica come quella indicata sopra per valorizzare, invece, la nozione di "responsabilità di direzione", limitando quindi gli obblighi di comunicazione nei casi in cui i *manager* disponessero di effettivi poteri decisionali in merito alle scelte d'investimento della società e fossero in condizione di ricevere benefici economici da tali scelte⁷⁴. Nella stessa direzione si era mossa Assonime in seno a *Europeanissuers* che ha mandato all'ESMA e alla Commissione europea il *Position Paper*⁷⁵.

Con la Q&A del 6 luglio 2017, l'ESMA ha infine risolto positivamente la questione accogliendo l'interpretazione degli emittenti e valorizzando quindi il concetto di responsabilità di direzione (*managerial responsibilities*) che ricorre quando l'amministratore di un emittente prende parte o influenza le decisioni dell'altra società in ordine alle transazioni sugli strumenti finanziari dell'emittente. Secondo l'ESMA, per esempio, nel caso in cui una persona sieda nell'organo di amministrazione o controllo di un emittente con funzioni esecutive o non esecutive e al contempo anche nell'organo amministrativo di un'altra entità, senza influenzare e prendere parte alle decisioni di quest'ultima società in ordine alle transazioni sugli strumenti finanziari dell'emittente, tale società non è da ritenersi persona strettamente legata all'amministratore, salvo non sia direttamente o indirettamente controllata o costituita a beneficio dell'amministratore o i cui interessi siano equivalenti a quelli dell'amministratore⁷⁶.

partecipazione incrociata agli organi di direzione e controllo porterebbe inoltre nella realtà italiana, dove tali fenomeni sono estremamente diffusi, alla comunicazione di una enorme massa di informazioni di scarsa significatività segnaletica, in quanto in molti casi relative ad operazioni svolte da soggetti giuridici che agiscono con finalità proprie e indipendenti dalla volontà e dagli interessi dei soggetti rilevanti".

Il caso, invece, delle persone giuridiche direttamente o indirettamente controllate da persone che svolgono funzioni di amministrazione, controllo o direzione era ritenuto dalla Consob sussistere, sempre nella Comunicazione Consob del 2006, allorché il soggetto rilevante detenesse una quota significativa della proprietà (identificata come quota di diritto agli utili superiore al 50%) in quanto solo in questo caso gli effetti economici di transazioni concluse dalla società potevano essere riconducibili al soggetto stesso.

⁷⁴ Cfr. Note e Studi 3/2017.

⁷⁵ Si veda [il documento del 23 maggio 2017](#).

⁷⁶ Cfr. ESMA, Q&A ESMA70-145-111, Q7.7

5.3 I termini per la notifica e i destinatari

Il termine per la notifica all'emittente e all'Autorità competente delle operazioni da parte dei PDMRs e delle persone strettamente associate è di 3 giorni lavorativi dopo la data dell'operazione (art. 19, par. 1)⁷⁷.

Lo stesso termine di 3 giorni lavorativi dall'operazione è previsto per la comunicazione al pubblico delle operazioni da parte dell'emittente (art. 19, par. 3)⁷⁸; vi è quindi una coincidenza di termini per l'invio delle operazioni all'emittente da parte del PDMR e per la comunicazione al pubblico da parte dell'emittente. Al fine di consentire il rispetto degli obblighi previsti dal MAR, gli emittenti possono prevedere, nelle procedure (e di fatto la maggior parte delle procedure disponibili lo prevede) e in via contrattuale, obblighi di comunicazione a carico delle PDMRs anticipati rispetto ai 3 giorni richiesti dal MAR⁷⁹. Ciò, naturalmente, comporta una compressione delle tempistiche per i PDMRS la cui violazione non ha ovviamente conseguenza sul piano della disciplina legale in quanto la responsabilità della comunicazione al pubblico nei termini indicati grava sulle società.

In linea con le nostre posizioni, nell'accordo raggiunto sul pacchetto *SME listing*, il legislatore europeo ha stabilito che tutti gli emittenti (non solo le PMI sui mercati di crescita) dovranno effettuare la comunicazione al pubblico delle operazioni dei PDMRs e delle persone ad esso strettamente legate entro **2 giorni dal ricevimento della notifica di tali operazioni** (e non più entro 3 giorni dalla data della transazione)⁸⁰.

Anche se questa previsione deve essere valutata positivamente, tuttavia, Assonime continua a ritenere opportuno esercitare l'opzione prevista dal MAR stabilendo che sia l'Autorità competente a diffondere al pubblico le informazioni (art. 19, par. 3, comma 3). Come rappresentato da Assonime in sede di risposta alla consultazione della Consob

⁷⁷ Non viene specificato nel Regolamento cosa si intenda per data dell'operazione. Solo nel *Feedback Statement* l'ESMA chiarisce che i 3 giorni decorrono dalla data di esecuzione dell'operazione e non dalla data di *settlement* (cfr. *Final Report*, 3 February 2015/ESMA/2015/224, par. 115). Su istanza di Assonime, Consob ha chiarito che i giorni lavorativi da prendere in considerazione sono tutti i giorni che non siano i giorni festivi, le domeniche o i sabati" (articolo 2, paragrafo 2) e che i periodi di tempo comprendono i giorni festivi, le domeniche e i sabati, salvo che questi ne siano espressamente esclusi o che i periodi di tempo siano espressi in giorni lavorativi; cfr. regolamento CEE n. 1182/71 del 3 giugno 1971 citato a p. 16 del documento di esito delle consultazioni della Consob del 6 aprile 2017.

⁷⁸ Nel *Final Report*, l'ESMA, cui erano state rappresentate le difficoltà per l'emittente di notificare al pubblico le transazioni nel caso in cui i PDMRs comunicino l'operazione alla fine del terzo giorno, affermava di non potere risolvere un problema derivante dal Regolamento (par. 107).

⁷⁹ Così è stato per esempio previsto in un *Dealing Code* elaborato nel Regno Unito da ICOSA, QCA, GC100, [Guidance Note Market Abuse Regulation \(MAR\) – dealing code and policy document](#), giugno 2016, p. 10.

⁸⁰ Sull'iter del provvedimento si veda la nt. 7.

dell'ottobre 2016, ciò assicurerebbe la necessaria informativa al mercato senza aggravare ulteriormente gli emittenti⁸¹.

Il MAR non dispone invece alcunché in merito alla possibilità che l'emittente, per conto dei PDMRs, notifichi le operazioni dei *manager* all'Autorità Competente, possibilità invece prevista espressamente dal Regolamento Emittenti previgente (art. 152-*octies*). Questa facoltà, già in uso nella prassi delle società, appare compatibile con il MAR in quanto comunque riconducibile allo schema del mandato civilistico.

5.4 Il contenuto della notifica e le operazioni soggette alla notifica

Il MAR disciplina il contenuto della notifica che deve includere le seguenti informazioni: il nome della persona, il motivo della notifica, la denominazione dell'emittente, la descrizione e l'identificativo dello strumento finanziario, la natura dell'operazione, la data e il luogo delle operazioni, il prezzo e il volume delle operazioni (art. 19, par. 6).

Nel *format* predisposto nel regolamento di esecuzione (UE) 2016/523 del 10 marzo 2016 vengono più dettagliatamente previste le informazioni da inserire e viene altresì richiesto che le notifiche siano trasmesse mediante mezzi elettronici⁸².

Quanto alle operazioni soggette alla notifica, il MAR prevede un'esemplificazione non esaustiva (art. 19, par. 7); si tratta: della cessione in garanzia e del prestito di strumenti finanziari da parte o per conto di una persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o di una persona a essa strettamente collegata; "di operazioni effettuate da coloro che predispongono o eseguono operazioni a titolo professionale, oppure da chiunque altro per conto di una persona che esercita funzioni di amministrazione e controllo, di direzione o di una persona a essa strettamente legata", anche quando è esercitata la discrezionalità; operazioni effettuate nell'ambito di un'assicurazione sulla vita in cui il contraente dell'assicurazione è una persona che esercita funzione di amministrazione, di controllo o di direzione o una persona a essa strettamente legata.

Nel Regolamento delegato (UE) 2016/522 è indicato un elenco non esaustivo di operazioni che soggiacciono all'obbligo di notifica, oltre a quelle già enunciate all'art. 19, par. 7 della MAR⁸³.

⁸¹ La Consob ha tuttavia risposto che l'esercizio dell'opzione è rimessa al legislatore che tuttavia non l'ha esercitata in sede di adeguamento del Tuf al MAR. Cfr. d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107 che ha modificato il Tuf. Anche negli altri principali Stati membri tale opzione non è stata esercitata.

⁸² Il modulo prevede sia l'indicazione separata per ogni transazione che l'aggregazione delle transazioni purché siano della stessa natura (quindi acquisti con acquisti, vendite con vendite).

Il Regolamento delegato include nel novero delle transazioni da comunicare anche regali, donazioni ed eredità fatte o ricevute, che, sotto la vigenza della precedente disciplina, erano esclusi dagli obblighi di comunicazione nel nostro ordinamento⁸⁴. Con riguardo alle *stock options*, nel regime previgente erano escluse dall'obbligo di notifica l'assegnazione e l'esercizio delle *stock options*, mentre erano oggetto di comunicazione le (sole) vendite di azioni rivenienti dall'esercizio di tali diritti o dall'assegnazione gratuita⁸⁵. Alla luce del Regolamento delegato, invece, una medesima fattispecie genera molteplici comunicazioni (rispettivamente, per l'assegnazione, la vendita e l'esercizio delle *stock options*). Tenuto conto della bassa soglia e del fatto che le comunicazioni vanno effettuate, una volta raggiunta la soglia, per ogni transazione successiva anche se di importo inferiore alla citata soglia, il mercato è inondato di informazioni scarsamente significative, perdendo così il valore segnaletico che tali comunicazioni dovrebbero fornire.

⁸³ Tali operazioni includono: a) l'acquisizione, la cessione, la vendita allo scoperto, la sottoscrizione o lo scambio; b) l'accettazione o l'esercizio di un diritto di opzione, compreso un diritto di opzione concesso a persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o a dipendenti in quanto parte della retribuzione loro spettante, e la cessione di quote derivanti dall'esercizio di un diritto di opzione; c) l'adesione a contratti di scambio connessi a indici azionari o l'esercizio di tali contratti; d) le operazioni in strumenti derivati o ad essi collegati, comprese le operazioni con regolamento in contanti; e) l'adesione a un contratto per differenza relativo a uno strumento finanziario dell'emittente interessato o a quote di emissioni o prodotti oggetto d'asta sulla base di esse; f) l'acquisizione, la cessione o l'esercizio di diritti, compresi le opzioni put e opzioni *call*, e di warrant; g) la sottoscrizione di un aumento di capitale o un'emissione di titoli di credito; h) le operazioni in strumenti derivati e strumenti finanziari collegati a un titolo di credito dell'emittente interessato, compresi i *credit default swap*; i) le operazioni condizionali subordinate al verificarsi delle condizioni e all'effettiva esecuzione delle operazioni; j) la conversione automatica o non automatica di uno strumento finanziario in un altro strumento finanziario, compreso lo scambio di obbligazioni convertibili in azioni; k) le elargizioni e donazioni fatte o ricevute e le eredità ricevute l) le operazioni effettuate in prodotti, panieri e strumenti derivati indicizzati, se così previsto dall'articolo 19 del regolamento (UE) n. 596/2014; m) le operazioni effettuate in azioni o quote di fondi di investimento, compresi i fondi di investimento alternativi (FIA) di cui all'articolo 1 della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, se così previsto dall'articolo 19 del regolamento (UE) n. 596/2014; n) le operazioni effettuate dal gestore di un FIA in cui ha investito la persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o una persona a essa strettamente associata, se così previsto dall'articolo 19 del regolamento (UE) n. 596/2014; o) le operazioni effettuate da terzi nell'ambito di un mandato di gestione patrimoniale o di un portafoglio su base individuale per conto o a favore di una persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o una persona a essa strettamente associata; p) l'assunzione o la concessione in prestito di quote o titoli di credito dell'emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati. Un successivo atto legislativo ha modificato l'art. 19 della MAR al fine di circoscrivere le ipotesi di notifica delle operazioni in strumenti finanziari legati ad azioni e strumenti di debito dell'emittente tra i quali rilevano le partecipazioni a organismo di investimento collettivo (cfr. art. 56 Regolamento europeo sui *benchmark* (Regolamento (UE) 2016/1011 dell'8 giugno 2016) che modifica l'art. 19 del MAR).

⁸⁴ Cfr. Comunicazione Consob, par. 141. L'inclusione aveva sollevato numerose critiche in sede di consultazione; in questo senso le risposte di Assonime, *European Issuers*, *The City of London*, *Deutsches Aktien Institut* disponibili all'indirizzo dell'ESMA. Nello stesso senso l'*Advice* del SMSG ([Securities and Markets Stakeholder group](#)).

⁸⁵ Si veda la Comunicazione Consob, par. 141.

5.5 Alcune questioni critiche

Una questione che si è posta in merito all'inclusione o meno tra le operazioni da comunicare riguarda quella dell'assegnazione gratuita di azioni in esecuzione di piani di incentivazione variabile approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-*bis* Tuf. Si pone la questione di verificare se, in coerenza con le prassi interpretative già adottate dalla Consob, la specifica fattispecie dell'assegnazione gratuita di azioni in esecuzione di piani di incentivazione variabile approvati dall'assemblea, ai sensi dell'art.114-*bis* Tuf, possa continuare ad essere esclusa dagli obblighi di comunicazione delle operazioni dei *manager*.

Il Regolamento Delegato UE 2016/522 prevede un elenco non esaustivo di operazioni che soggiacciono agli obblighi di comunicazione (art. 10) in cui non sembrerebbe rientrare, a rigore, la casistica predetta e una Q&A dell'ESMA non appare dirimente sul punto; essa si limita ad affermare che l'assegnazione di un pacchetto remunerativo in virtù del quale un soggetto è legittimato a ricevere azioni all'avverarsi di certe condizioni non è coperto dall'obbligo di comunicazione e che solo l'avveramento di dette condizioni determina l'obbligo di notifica ai sensi dell'art. 10.2(i) del Regolamento delegato⁸⁶. Nemmeno i lavori preparatori dell'ESMA sono di ausilio a tale riguardo.

La comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006 escludeva invece esplicitamente le assegnazioni a titolo gratuito derivanti da piani di compenso dagli obblighi di comunicazione includendo invece le vendite rivenienti; ciò sul presupposto che solo alle comunicazioni relative agli acquisti e alle vendite è riconosciuta "un'elevata valenza ai fini dell'orientamento delle scelte operative degli investitori", come riconosciuto da Consob in sede di esito delle consultazioni sull'attuazione delle disposizioni dell'art. 114-*bis* Tuf in materia di piani di compenso⁸⁷.

A nostro avviso l'assegnazione gratuita di azioni dovrebbe continuare ad essere esclusa dall'obbligo di notifica per le ragioni che seguono:

⁸⁶ Cfr. [Q&A ESMA, Q7.5](#)

⁸⁷ È inoltre da rilevare che, proprio in virtù di tale ultima disciplina, le società sono tenute a fornire trasparenza sulla data di assegnazione di remunerazioni basate su strumenti finanziari nell'ambito del documento informativo che deve essere pubblicato in vista dell'assemblea chiamata ad approvare tali piani di compenso. Tale informativa, peraltro, viene fornita nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione, direttori generali, e su base aggregata per gli altri beneficiari, mentre solo in particolari circostanze l'informazione nominativa è prevista per i dirigenti con responsabilità strategiche, ai sensi della definizione contenuta nel Regolamento Consob su operazioni con parti correlate che rappresenta un insieme diverso, tendenzialmente assai più ristretto, rispetto a quello dei dirigenti soggetti agli obblighi di comunicazione ai sensi dell'art. 19.

- i) il Regolamento Delegato non include esplicitamente la casistica delle assegnazioni di azioni in esecuzione di piani di incentivazione variabile, né tali assegnazioni possono essere fatte rientrare in altre fattispecie (es. nel concetto di “elargizione “ e/o di donazione previsti dal Regolamento Delegato) in quanto l’assegnazione gratuita di azioni costituisce una forma di remunerazione variabile corrisposta a fronte dell’attività lavorativa prestata e dei risultati raggiunti, che soggiace al trattamento fiscale ordinariamente previsto per le altre forme retributive;
- ii) va inoltre considerato che per tali assegnazioni non vi è alcuna discrezionalità da parte del *manager* beneficiario dei piani, venendo quindi meno il presupposto perché l’operatività di eventuali segnalazioni abbia un valore segnaletico al mercato (nel caso delle banche le assegnazioni sono anzi obbligatorie alla luce della CRDIV e delle disposizioni attuative di Banca d’Italia che prevedono che una parte della remunerazione sia corrisposta necessariamente in azioni);
- iii) un’estensione analogica delle disposizioni su obblighi di comunicazione previsti ad altri fini (per esempio in tema di donazioni o eredità che sono sottoposte all’obbligo di notifica plausibilmente per finalità antielusive) non sarebbe pertanto coerente con la ratio della disciplina della normativa in tema di *internal dealing* che è quella di comunicare al mercato notizie su operazioni che possono determinare gli orientamenti degli investitori, né sarebbe giustificabile dalla mancanza di trasparenza e ai connessi rischi elusivi;
- iv) il regime di trasparenza sulle assegnazioni di azioni in attuazione dei piani di incentivazione variabile è infatti comunque assicurato dalla disciplina attuativa dell’art. 114-*bis* Tuf rispondente alle (diverse) logiche della regolamentazione in tema di compensi degli amministratori, direttori generali e altri dirigenti con responsabilità strategiche. Pertanto se si imponesse una trasparenza nominativa sulla parte variabile della remunerazione, in forza dell’art. 19 MAR, a favore di *manager* diversi dai componenti gli organi di amministrazione, direttori generali e altri dirigenti con responsabilità strategiche, ciò travalicherebbe la disciplina del Tuf in materia di piani di compenso;
- v) in linea di continuità con il regime previgente, l’emittente dovrebbe invece continuare a comunicare le vendite delle azioni rivenienti dall’assegnazione gratuita di azioni, in quanto tali operazioni hanno valore segnaletico per il mercato, mentre nel caso di assegnazioni gratuite di azioni si tratta di mere

attività esecutive, del tutto ricorrenti ad esito della pubblicazione dei risultati di periodo e prive di valore segnalatico circa il valore delle azioni⁸⁸.

Per le stesse motivazioni di cui sopra i piani di compenso che prevedono *phantom stock*, cioè il pagamento di un differenziale (cash) basato sulle variazioni delle quotazioni dello strumento finanziario, non ricadono, a nostro avviso, negli obblighi di comunicazione ex art. 19 MAR, né nel momento in cui viene riconosciuto il diritto a ricevere il differenziale, né nel momento in cui viene versato tale differenziale⁸⁹.

5.6 Le soglie per la notifica

Le operazioni che soggiacciono agli obblighi di notifica sono quelle che superano la soglia dei 5.000 euro da calcolarsi nell'anno solare, soglia rimasta invariata nel MAR (art. 19, par. 8). Il MAR ha però lasciato alle Autorità competenti l'opzione per aumentare tale soglia fino a 20.000 euro. La Consob, a seguito della consultazione dell'ottobre 2016, ha infatti elevato la soglia a 20.000⁹⁰.

Una volta raggiunta la soglia, ogni transazione successiva, anche di importo inferiore a 20.000 euro, deve essere oggetto di notifica⁹¹, contrariamente a quanto avveniva sotto la vigenza della MAD. Ciò determina la comunicazione di transazioni anche scarsamente significative.

Sia l'importo della soglia che il meccanismo di calcolo della medesima sono oggetto di verifica nel mandato della Commissione europea all'ESMA che è invitata ad analizzare se la soglia e il meccanismo di calcolo della stessa siano appropriate.

5.7 I closed period

Un'altra importante novità contenuta nel MAR è la previsione dei cd. *closed period* per i PDMRs in aggiunta, quindi, agli obblighi di *disclosure* poc'anzi descritti. Il MAR stabilisce che i PDMRs non effettuano operazioni per proprio conto oppure per conto di

⁸⁸ In ogni caso, per evitare una doppia comunicazione (al momento dell'assegnazione, intesa come accredito dei titoli sul deposito del beneficiario e al momento della vendita delle azioni) alcune società riescono a fare un'unica comunicazione al momento della vendita delle azioni assegnate perché fanno cadere il giorno dell'assegnazione (indicando come prezzo 0) e quello della vendita nel *range* dei 3 giorni entro i quali effettuare la notifica.

⁸⁹ Ci risulta che in Germania la Bafin ritenga invece che le assegnazioni di azioni che non prevedono discrezionalità ricadono negli obblighi di notifica mentre sono escluse dagli obblighi le remunerazioni con regolamento in contanti quali le *phantom stock* (si veda Bafin, *FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 MAR (Stand: 13.09.2017, II.12.)*)

⁹⁰ Cfr. art. 152-*quinquies*.1 Regolamento Emittenti. Anche la Francia ha optato per l'innalzamento della soglia per la comunicazione delle operazioni dei *manager* a 20.000 euro e di recente anche la Germania.

⁹¹ Cfr. art. 19, par. 8 MAR

terzi, direttamente o indirettamente, sui titoli dell'emittente o su strumenti finanziari derivati o collegati per un periodo di 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di fine anno da rendere pubblico secondo le regole della sede di negoziazione dell'emittente o secondo il diritto nazionale (art. 19, par. 11).

L'ESMA ha chiarito che ricadono nella previsione di cui sopra le relazioni finanziarie periodiche previste, quali quelle annuali, semestrali, trimestrali laddove richieste dalla sede di negoziazione o dal diritto nazionale e che il termine da cui decorre il periodo di chiusura è quello richiesto dalla sede di negoziazione o dal diritto nazionale per la pubblicazione, anche se l'annuncio della pubblicazione dovesse intervenire in un termine precedente⁹².

Si erano poste alcune questioni con riguardo alla disciplina dei *closed period*.

- La prima concerneva l'applicabilità di tali *closed period* ai resoconti intermedi di gestione, tenuto conto che nel nostro ordinamento l'obbligo di pubblicazione è stato abrogato dal decreto che ha recepito la direttiva *Transparency II* (d.lgs. n. 25/2016), salva la delega alla Consob di prevederne la pubblicazione⁹³. Fermo restando che attualmente non sussiste un obbligo normativo e che i resoconti intermedi di gestione non sono di per sé un'informazione privilegiata, la Consob, in risposta a un'istanza di Assonime, ha confermato che non sussiste obbligo di *closed period* per i resoconti intermedi di gestione pubblicati volontariamente⁹⁴; naturalmente resta ferma la facoltà per le società di applicare volontariamente tali *closed period* ai resoconti intermedi di gestione;
- la seconda concerneva il momento dal quale decorre l'obbligo di restrizione all'operatività; l'ESMA, in una Q&A, ha chiarito che il *closed period* (30° giorno) decorre a ritroso dal *preliminary announcement* che dovrebbe essere inteso come il giorno della pubblicazione del comunicato stampa (e non del deposito delle relazioni finanziarie periodiche ai sensi dell'art. 154-ter Tuf)⁹⁵. Nel caso di

⁹² Cfr. *Final Report* di febbraio 2015, para 137 e ss..

⁹³ Sulla base della delega legislativa, la Consob ha previsto, nel Regolamento Emittenti, la possibilità che gli emittenti, su base volontaria, comunichino al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alla relazione finanziaria annuale e semestrale; in tale caso la Consob detta i criteri che devono essere osservati per la relativa pubblicazione (art. 82-ter). Cfr. nt. 30.

⁹⁴ Documento di esito delle consultazioni del 6 aprile 2017, p. 20.

⁹⁵ All'ESMA era stato rappresentato il caso, nel Regno Unito, della pubblicazione del *preliminary announcement* relativo alla pubblicazione dei dati contabili di periodo; nel *Final Report* aveva affermato, da un lato, che la pubblicazione di questo annuncio preliminare poneva fine al *closed period* dal momento che l'informazione privilegiata è stata comunicata al mercato. Dall'altro lato l'ESMA, in modo sibillino, aveva anche affermato che se il "*preliminary announcement*" è richiesto dalla normativa dello Stato o dalle regole del mercato, da tale data decorre il *closed period* (e quindi, in sostanza, dall'annuncio preliminare

pubblicazione dei dati cd. *preliminary*, seguiti poi dalla pubblicazione dei dati definitivi, si poneva la questione di verificare se i *closed period* si applicassero due volte: 30 giorni prima della pubblicazione dei dati *preliminary* e 30 giorni prima della pubblicazione dei dati definitivi, sostanzialmente così inibendo l'operatività sui titoli per tutto il periodo fino alla pubblicazione dei dati definitivi da parte del CdA. Infine si poneva il problema di verificare se la scadenza del *closed period* si verificasse a partire dal giorno stesso in cui l'annuncio viene pubblicato o il giorno successivo in quanto ciò ha riflessi sulle procedure degli emittenti. L'ESMA, in una Q&A, ha chiarito che qualora l'emittente pubblichi dati preliminari, il *closed period* si applica solo alla data di pubblicazione di questi ultimi e non a quelli definitivi. Inoltre, il giorno dell'annuncio rappresenta il 30° giorno del *closed period*⁹⁶.

- un'ultima questione prospettata da Assonime alla Consob in sede di risposta alla consultazione dell'ottobre 2016 riguardava l'articolo 19 par. 11 MAR che stabilisce che il *manager* "non effettua operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, relative alle azioni o agli strumenti di debito di tale emittente ...". Il caso rappresentato riguardava il *manager* dell'emittente (ad es. CEO o CFO) che intendesse autorizzare l'operatività dell'emittente o delle società controllate su azioni proprie e in particolare se tale soggetto fosse sottoposto o meno all'obbligo del *closed period*. Secondo Assonime tale operatività doveva essere esclusa dall'applicazione della disposizione e andava invece ricondotta alla normale operatività di un emittente quotato; sul punto la Consob ha confermato l'esclusione dall'applicazione della disposizione in quanto il soggetto rilevante non è un soggetto (persona fisica) distinto dal beneficiario della operazione (persona giuridica). La sua attività è direttamente imputabile alla società, in virtù del nesso di immedesimazione organica che lo lega ad essa società: la quale, a sua volta, non può che agire che a mezzo dei suoi organi/rappresentanti⁹⁷.

incomincerebbe il *closed period*). Anche nel nostro ordinamento l'approvazione dei dati contabili di periodo è infatti tipicamente resa nota mediante un comunicato *price sensitive* a valle del consiglio di amministrazione che approva i dati contabili periodici (siano essi definitivi o solo "*preliminary*") (tipicamente prima Cda di approvazione dei dati preliminari a febbraio e Cda a marzo di approvazione del progetto di bilancio). Cfr. *Final report* di febbraio 2015 (par. 137-138). Per la risposta dell'ESMA, si veda ESMA, Q&A ESMA70-145-111, Q7.2

⁹⁶ ESMA, Q&A ESMA70-145-111, Q7.2

⁹⁷ Cfr. documento di esito delle consultazioni dell'aprile 2017, p. 21. Così anche *City of London Law Society and Law Society Company Law Committees' joint Working Parties on Market Abuse, Share plans and takeovers Code, updated 30 October 2017*, Q5

Il MAR prevede anche alcune deroghe ai *closed period* attribuendo all'emittente la facoltà di consentire ai PDMRs la negoziazione nei *closed period* a precise condizioni che sono le seguenti: i) valutazione caso per caso in presenza di condizioni eccezionali, quali gravi difficoltà finanziarie che impongano la vendita immediata delle azioni o; ii) in ragione delle caratteristiche della negoziazione nel caso delle operazioni condotte contestualmente o in relazione a un piano di partecipazione azionaria dei dipendenti o un programma di risparmio, una garanzia o diritti ad azioni⁹⁸ o ancora operazioni in cui l'interesse del beneficiario del titolo in questione non è soggetto a variazioni (art. 19, par. 12). Nel Regolamento delegato (UE) 2016/522 è contenuta la disciplina delle deroghe ai *closed period*.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla Commissione europea in vista della revisione.

⁹⁸ Per esempio la sottoscrizione di un aumento di capitale dell'emittente.

- i) prevedere l'obbligo per le Autorità competenti di comunicare al pubblico le operazioni dei *manager*, opzione attualmente prevista dal Regolamento;
- ii) elevare la soglia delle comunicazioni a 100.000, euro e modificare le modalità di calcolo della soglia al fine di evitare la notifica di importi irrilevanti. Una volta superata la soglia la successiva notifica dovrebbe avvenire al successivo superamento della soglia (e non per ogni singola operazione intermedia);
- iii) quanto alle operazioni da notificare, chiarire che non sussiste l'obbligo di comunicazione delle assegnazioni gratuite di azioni ai *manager* alla luce del fatto che non c'è discrezionalità da parte di quest'ultimo e che non c'è un valore segnaletico per il mercato; solo la vendita delle azioni da parte del *manager* dovrebbe continuare a dare luogo a un obbligo di notifica. L'esclusione dall'obbligo di notifica dovrebbe anche comprendere le *phantom stock* in quanto in questo caso il beneficiario non riceve strumenti finanziari ma *cash*;
- iv) sempre nell'ottica della semplificazione degli obblighi prevedere l'aggregazione delle transazioni in luogo della comunicazione della media delle operazioni.

6. I sondaggi di mercato

Un'altra novità del MAR è costituita dalla codificazione della disciplina dei cd. sondaggi di mercato (art. 11). Solo alcuni Stati membri, prima del MAR, avevano disciplinato espressamente tale istituto⁹⁹.

La disciplina prevista dal Regolamento e dalle misure di implementazione è però molto onerosa in quanto richiede la predisposizione di procedure che possono costituire un deterrente dal porre in essere i sondaggi.

Per sondaggio di mercato si intende la comunicazione di informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione da parte di un emittente, un offerente sul mercato secondario

⁹⁹ La Francia, per esempio, aveva disciplinato alcuni obblighi relativi al *market sounding* prevedendo che il soggetto che effettuava il sondaggio dovesse rispettare alcune disposizioni contenute nel Regolamento dell'AMF (cfr. art. 216-1 del Regolamento AMF) e da un codice di condotta che ha implementato il Regolamento dell'AMF. Il soggetto che effettuava il sondaggio doveva valutare se esso comportava la comunicazione di informazioni privilegiate ed in questo caso porre in essere una procedura simile a quella prevista dall'ESMA nel *Consultation Paper* 809. Il codice di condotta richiamato dalla disposizione è quello dell'AMAFI, *Code of conduct for pre-soundings*, 11 luglio 2012. Nel Regno Unito, nel 2010, l'FSA aveva avviato una consultazione sui *market soundings* al fine di valutare l'opportunità di un intervento regolatore che poi non ha avuto luogo.

di uno strumento finanziario, un partecipante al mercato delle quote di emissioni e da un terzo che agisce in nome o per conto dei predetti soggetti (art. 11, par. 1).

L'attività di sondaggio di mercato viene usualmente posta in essere dalle banche d'affari per sondare l'interesse degli investitori in ordine ad alcune operazioni di *equity capital markets* (per esempio nel caso in cui un azionista con una partecipazione significativa intenda cedere tale partecipazione, nell'ipotesi di un aumento di capitale) o per alcune operazioni di *debt capital markets* (quali le emissioni di titoli di debito di società *corporate*).

Benché, tipicamente, l'attività di sondaggio di mercato venga posta in essere dagli intermediari, la disciplina dei sondaggi di mercato delineata dal MAR è rilevante anche per gli emittenti in quanto possono assumere sia la veste del cd. *disclosing market participant* (partecipante al mercato che comunica le informazioni, di seguito anche "DMP") sia la veste di soggetto che riceve il sondaggio (*person receiving the market sounding* "MSR") e quindi saranno tenuti a mettere in atto tutte le procedure richieste dal MAR e dalle misure di implementazione¹⁰⁰.

Va sottolineato che nella definizione di sondaggio di mercato contenuta al par. 1 non si fa menzione alcuna delle informazioni privilegiate¹⁰¹ ma solo genericamente della

¹⁰⁰ Si vedano il Regolamento delegato (UE) 2016/960 della Commissione del 17 maggio 2016 e il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 del 17 maggio 2016.

¹⁰¹ Occorre sottolineare come tale disciplina ponga alcune questioni di non secondaria importanza nel caso in cui i sondaggi siano svolti dalla società emittente quotata; da un lato il MAR non intende ostacolare le discussioni con gli azionisti (il 19° considerando prevede che: "Il presente regolamento non ha lo scopo di vietare le discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente. Relazioni di questo tipo sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate dal presente regolamento"), dall'altro lato va infatti valutato se una *disclosure* selettiva destinata, per esempio, ad alcuni soci (per esempio in caso di un aumento di capitale) sia compatibile con i principi civilistici e quelli contenuti nel Tuf in materia di parità di trattamento degli azionisti (sull'interazione della disciplina dei mercati finanziari e la *company law* con riguardo ai sondaggi di mercato, si veda S. Lombardo e F. Mucciarelli, *Market sounding: the interaction between the securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy*, ECGI, "Law Working Paper" n. 362/2017); gli Autori analizzano il tema dei sondaggi di mercato, come codificato da MAR, rispetto alle previsioni contenute nel diritto societario italiano e inglese. Il tema della *disclosure* selettiva di informazioni privilegiate, quali quelle relative a un sondaggio di mercato, pone infatti delicati problemi di interazione con le norme del diritto societario analizzate nell'articolo citato. Per A. Zoppini, deve considerarsi ammissibile la *selective disclosure* di informazioni a favore di uno o più soci, ad esempio in merito a operazioni che coinvolgano il consenso del socio di controllo, quale tipicamente un aumento di capitale ovvero una fusione o scissione e un risolutivo argomento a favore di questa tesi sarebbe offerto dallo schema della relazione illustrativa dell'organo di amministrazione per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale previsto dall'allegato 3A del Regolamento Emittenti che richiede l'indicazione degli azionisti che hanno manifestato la disponibilità a sottoscrivere, pro quota, le azioni (cfr. A. Zoppini, *Il cda può "parlare" con i soci di controllo*, Il Sole 24 ore, 5 aprile 2017, p. 35). Si veda, per una dissertazione sul tema anche C. Mosca, *Comunicazione selettiva degli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, "Rivista delle società", 2018.

comunicazione di “informazioni”; solo nei paragrafi successivi, il MAR sembra delineare uno speciale tipo di sondaggio di mercato consistente nella comunicazione di “informazioni privilegiate”; al par. 3 in particolare il MAR prevede che il DMP esamini preventivamente se il sondaggio comporta la comunicazione di informazioni privilegiate e registri per iscritto le proprie conclusioni e i motivi della stessa. Vi sono quindi due tipi di *market sounding*: il primo, più generale, che non implica la comunicazione di informazioni privilegiate ed il secondo, un sottoinsieme del primo, che consiste nella comunicazione di informazioni privilegiate¹⁰². Il Regolamento delegato delinea procedure differenziate a seconda che ci sia la trasmissione di informazioni privilegiate o meno¹⁰³.

Il MAR pone poi una sorta di *safe harbour* dalla disciplina sugli abusi di mercato stabilendo che la comunicazione di informazioni privilegiate, effettuata nel corso di un sondaggio di mercato, si considera fatta nel normale esercizio di un’occupazione, di una professione o di una funzione qualora il partecipante al mercato che comunica le informazioni rispetti i paragrafi 3 e 5 dell’art. 11 (art. 11, par. 4).

Nell’accordo raggiunto sul pacchetto *SME Listing* il legislatore europeo, in linea con la posizione espressa da Assonime, esenta tutti gli emittenti (e non solo le PMI sui mercati di crescita) dalla disciplina *del market sounding* per i *private placement* di obbligazioni destinate ai soli investitori qualificati quando gli emittenti hanno già strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati o negli MTF. Le previsioni sono condivisibili ma appare opportuno estendere tale esenzione anche al caso di sondaggi di mercato aventi ad oggetto azioni destinate a investitori qualificati.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla Commissione europea in vista della revisione.

¹⁰² Cfr. il considerando 34 nella parte in cui prevede che lo svolgimento di sondaggi di mercato “può” richiedere la comunicazione di informazioni privilegiate, sottintendendo, quindi, che possa accadere che il sondaggio di mercato non implichi la comunicazione di informazioni privilegiate. Nello stesso senso l’art. 11 che, al par. 1, fa riferimento genericamente alle “informazioni” e solo dal par. 2 introduce il riferimento alle informazioni privilegiate.

¹⁰³ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2016/960. Cfr. ESMA, [Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information](#).

- i) estendere l'esenzione prevista dal pacchetto *SME Listing* anche ai sondaggi di mercato riferiti a *private placement* di azioni.

7. La prevenzione e segnalazione delle operazioni sospette

Il MAR impone a chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni (su strumenti finanziari) di stabilire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure efficaci per individuare e segnalare ordini e operazioni sospette (di seguito denominate "STOR"). Se vi è un ragionevole sospetto che un ordine o un'operazione possa costituire un abuso di mercato è fatto obbligo di comunicarlo immediatamente all'Autorità competente (art. 16.2).

Il Regolamento delegato (UE) 2016/957 detta le norme tecniche di regolamentazione sui dispositivi, sistemi e procedure adeguati e sui modelli di notifica da utilizzare; tali sistemi devono consentire l'analisi individuale e comparativa di ogni singola operazione eseguita e di ogni ordine inoltrato, generare allarmi per indicare le attività per le quali è necessario approfondire l'analisi e il monitoraggio degli ordini e delle operazioni su strumenti finanziari che potrebbero costituire abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato e i tentativi di abuso e manipolazione¹⁰⁴. Sempre a mente del Regolamento delegato vi è l'obbligo di organizzare e impartire una formazione adeguata al personale incaricato del monitoraggio, rilevamento e individuazione degli ordini e delle operazioni sospette. È opportuno però sottolineare che tale Regolamento limita l'ambito di applicazione di tale disposizione ai gestori dei mercati e alle imprese di investimento, a riprova del fatto che la disciplina era ritenuta applicabile (e ciò sin dai tempi della MAD) ai soli soggetti citati (gestori dei mercati e intermediari); successivamente a una Q&A dell'ESMA si è però posto il dubbio che la disciplina fosse applicabile anche agli emittenti *corporate*; nel rispondere a un quesito l'ESMA aveva specificato che l'obbligo di mantenere disposizioni e procedure per la segnalazione delle operazioni sospette non riguarda solo gli intermediari disciplinati dalla Mifid ma

¹⁰⁴ Il Regolamento delegato, tra l'altro: i) consente la delega delle funzioni di monitoraggio e rilevamento e individuazione a società del gruppo, previo accordo scritto che tuttavia non esime da responsabilità il delegante; ii) prevede l'organizzazione, a carico di chi esegue a titolo professionale operazioni, di una formazione efficace e completa al personale incaricato del monitoraggio, rilevamento e individuazione degli ordini e delle operazioni che potrebbero costituire abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato; iii) disciplina l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette all'Autorità competente; iv) fornisce un modello standard di segnalazione.

anche soggetti quali i gestori collettivi e società che eseguono a titolo professionale operazioni per proprio conto (*proprietary traders*).

Il chiarimento dell'ESMA aveva sollevato diversi dubbi in merito all'applicazione delle disposizioni contenute all'art. 16.2 anche agli emittenti non finanziari tanto da indurre Assonime¹⁰⁵ (ed *European issuers*) a richiedere delucidazioni all'ESMA che ha pubblicato quindi un aggiornamento delle Q&A nel settembre 2017 ove ha precisato che gli obblighi possono ricorrere anche nel caso in cui la società emittente operi per finalità di copertura con una struttura a ciò dedicata, con un *trading desk* a ciò preposto. Il successivo chiarimento dell'ESMA non ha tuttavia portato definitiva luce sulla questione in quanto non sussistono definizioni di *trading desk* che possano aiutare a restringere il novero delle società emittenti che ricadono negli obblighi¹⁰⁶.

Le attività su strumenti finanziari poste in essere da emittenti *corporate* possono essere variegata in quanto si può spaziare dalla negoziazione, per taluni emittenti, di strumenti finanziari derivati su *commodities*, alla negoziazione di strumenti derivati per coprirsi dai rischi, per esempio, su tassi di interesse e cambi. Di regola si tratta di operazioni poste in essere per finalità di copertura ed avvalendosi di intermediari autorizzati ai quali gli uffici interni di tesoreria trasmettono gli ordini.

Di seguito illustriamo le proposte di modifica per la revisione del MAR presentate alla

i) escludere gli emittenti *corporate* dall'applicazione della disciplina sulla prevenzione e segnalazione delle operazioni sospette.

Commissione europea in vista della revisione.

¹⁰⁵ Cfr. Consultazioni 17/2016 e [Position Paper di European Issuers del 23 maggio 2017](#).

¹⁰⁶ Cfr. ESMA Q&A, ESMA-145-111, Q6.1

Nella relazione annuale Consob per il mercato 2016, l'Autorità riferisce di condurre un'attività di sensibilizzazione delle società che erano prima estranee alla disciplina delle operazioni sospette menzionando le grosse società operanti nel campo energetico.