

APPROFONDIMENTI

Abusi di mercato: le novità del Listing Act

Un passo in avanti per incentivare
l'accesso ai mercati

Giugno 2024

Francesco Di Carlo, Managing Partner, Fivers

Flavio Acerbi, Partner, Fivers



Francesco Di Carlo, Managing Partner, Fivers

Flavio Acerbi, Partner, Fivers

> **Francesco di Carlo**

Francesco Di Carlo ha una consolidata esperienza nella consulenza in particolare a istituzioni finanziarie e fondi comuni di investimento italiani ed esteri in materia di normativa bancaria, finanziaria, assicurativa e nel diritto societario. Le sue aree di maggiore competenza includono la costituzione e autorizzazione di operatori dell'industria finanziaria e fondi, operazioni di M&A e riorganizzazioni societarie italiane e internazionali.

> **Flavio Acerbi**

Flavio Acerbi si occupa principalmente di consulenza in materia di corporate governance, diritto finanziario e bancario e diritto societario. Ha inoltre, maturato una lunga esperienza in operazioni di M&A, finanziarie e di ristrutturazione del debito e nell'assistenza agli organi sociali nei rapporti con le Autorità di Vigilanza.

1. Introduzione

In data 24 aprile 2024 il Parlamento Europeo ha approvato, in prima lettura, un nuovo pacchetto di proposte legislative nell'ambito dell'ambiziosa iniziativa di riforma della normativa in materia di accesso ai mercati dei capitali, il c.d. Listing Act ⁽¹⁾.

Nell'ambito di tale iniziativa si inserisce anche la proposta di approvazione di un regolamento comunitario (il "**Regolamento Modificativo**"), che innova in modo significativo (tra gli altri) più aspetti del Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, "**MAR**").

La nuova proposta ha avuto una lunga gestazione ed ha fatto seguito ad un esteso processo di consultazione, nell'ambito di uno specifico *action plan* - l'*Action 2* ("*Supporting access to public markets*") - finalizzato a consentire la promozione e la diversificazione dell'accesso al mercato dei capitali, con una particolare attenzione alle imprese innovative e di piccole dimensioni.

In particolare, successivamente alla proposta della Commissione del dicembre 2022 ⁽²⁾, le ipotesi di

¹ Tale pacchetto - elaborato nell'ambito del piano di azione della c.d. Capital Market Union - contempla le seguenti proposte:

- 1) un Regolamento comunitario modificativo del Regolamento sui Prospetti (Regolamento (UE) 2017/1129), del Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento (UE) 596/2014) e Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (Regolamento (UE) n. 600/2014);
- 2) una Direttiva che modifica la MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), per facilitare la produzione di ricerche sulle PMI e la creazione di segmenti di mercato qualificati come il mercato di crescita delle PMI ed abroga la c.d. Listing Directive (Direttiva 2001/34/CE);
- 3) una proposta di direttiva avente ad oggetto "*strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI*".

Si veda, in particolare, per quanto rileva maggiormente ai fini del presente articolo, Commissione Europea, "*Action 2 - Supporting access to public markets*", disponibile su https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-2-supporting-access-public-markets_en.

² Cfr. Il testo della Proposta della Commissione Europea del 7 dicembre 2022, consultabile su eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0762. Per un primo commento alle modifiche proposte normative di modifica della MAR si veda Annunziata, Arrigoni, "*Le principali novità del Listing Act sulla Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiata, Dialoghi di diritto dell'economia*", Maggio 2023.

modifica alla MAR sono state oggetto di negoziati interistituzionali conclusi con un accordo provvisorio tra le Istituzioni europee in merito alle proposte normative. Con l'approvazione del Consiglio Europeo – che dovrebbe intervenire a breve, non essendo stati apportati dal Parlamento emendamenti significativi rispetto alle versioni concordate tra le istituzioni comunitari – l'iter legislativo verrà completato e i testi finali potranno essere pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

Le nuove previsioni normative in tema di abusi di mercato originano dalla volontà di ridurre gli oneri normativi a carico delle società emittenti ⁽³⁾. Infatti, come segnalato nella proposta normativa della Commissione Europea e poi osservato nell'ambito della consultazione da molti operatori, alcuni adempimenti di informativa richiesti dall'attuale regolamento sugli abusi di mercato impongono oneri troppo elevati e sproporzionati – in particolare – per gli emittenti di minori dimensioni; presentano, inoltre, numerosi aspetti di incertezza interpretativa, che possono rendere più oneroso il ricorso al mercato dei capitali, scoraggiandolo ⁽⁴⁾.

Si riporta di seguito una sintesi delle principali modifiche che interessano la normativa sugli abusi di mercato contenute nel Regolamento Modificativo, che riguardano in particolare:

- a) gli obblighi di *disclosure* degli emittenti con riguardo alle c.d. tappe intermedie di un processo prolungato;
- b) la disciplina del ritardo nella *disclosure* di informazioni privilegiate;
- c) il registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate (c.d. Registro Insider);

³ Cfr. Raccomandazione n° 3 – “Simplifying market abuse regime” – Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, maggio 2021, disponibile su https://finance.ec.europa.eu/document/download/ebb1a257-9ef2-4416-87b5-a1235157c351_en?filename=210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf

⁴ A tal proposito, si veda p. 4 e ss. della relazione di accompagnamento alla proposta di modifica del MAR, disponibile su https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0023.02/DOC_1&format=PDF e i commenti ricevuti dai portatori di interesse nell'ambito delle due consultazioni promosse dalla Commissione Europea nel 2019 e nel 2021, disponibili rispettivamente su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar_review_-_cp.pdf; https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Facilitating-small-and-medium-sized-enterprises-access-to-capital/public-consultation_en.

d) l'*internal dealing* e il divieto di compiere operazioni durante i c.d. *closed period* (art. 19 MAR);

e) precisazioni in merito alla nozione di informazione privilegiata;

f) l'introduzione di nuovi strumenti per un'efficacia vigilanza su base transfrontaliera

g) le sanzioni pecuniarie applicabili in ipotesi di violazioni delle norme stesse.

2. Obblighi di *disclosure* degli emittenti con riguardo alle c.d. tappe intermedie (art. 17(1) MAR)

Il Regolamento Modificativo interviene su uno dei più rilevanti e problematici profili degli obblighi informativi degli emittenti in tema di informazioni privilegiate, ossia gli obblighi di *disclosure* nelle tappe intermedie di operazioni o eventi caratterizzati da processi prolungati.

Per comprendere la portata della nuova previsione, può essere utile ricordare brevemente l'attuale impostazione della MAR. Il legislatore comunitario in sede di approvazione della MAR – recependo l'orientamento emerso in sede di giurisprudenza comunitaria della Corte di Giustizia ⁽⁵⁾ – aveva specificato nell'ambito della stessa previsione che definisce la nozione di informazione privilegiata 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 che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerati come informazioni aventi carattere preciso”, la quale, pertanto, può costituire un'informazione privilegiata (ove sussistano gli ulteriori requisiti dell'informazione privilegiata). In altre parole, la MAR ha sancito a livello normativo l'interpretazione secondo cui, in caso di evento o circostanza che derivi da un processo prolungato nel tempo, ogni momento rilevante di tale processo potrebbe costituire di per sé un'informazione privilegiata. Vi rientrano, a titolo esemplificativo, “lo sta-

⁵ Markus Geltl v Daimler AG del 28 giugno 2012. Tale decisione ha sancito, sulla base della previgente Direttiva Market Abuse (Direttiva 2003/6) ed in un caso riguardante proprio una fattispecie di omessa comunicazione da parte di un emittente, che “in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi”.

to delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti, le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari, o la possibilità che uno strumento finanziario sia incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice” (Considerando 17 della MAR).

La nozione di informazione privilegiata, poi, costituisce non soltanto il fondamento del divieto di abuso di informazioni privilegiate⁶), ma anche (e a monte) dell’obbligo di ogni emittente di comunicare le informazioni privilegiate che lo riguardano direttamente “quanto prima possibile” (art. 17).

Per questo motivo, l’evoluzione dell’impostazione adottata dal legislatore comunitario in tema di definizione di “informazione privilegiata” aveva portato ad una sostanziale anticipazione del momento in cui ogni emittente è obbligato a dare comunicazione delle informazioni privilegiate che lo riguardano.

Al contempo, e quale controbilanciamento rispetto ad un tale obbligo di comunicazione così anticipato, la MAR consente agli emittenti di ritardare la *disclosure* ove necessario al fine di tutelare i propri legittimi interessi, a condizione che il ritardo non sia suscettibile di fuorviare il pubblico e l’emittente sia in grado di garantire la riservatezza delle informazioni.

Il ricorso al ritardo è divenuto così una usuale prassi da parte degli emittenti in tutti i processi a formazione progressiva, in ragione dell’esigenza degli stessi di preservare la riservatezza fino al momento conclusivo del processo, per evitare che ne siano compromessi gli obiettivi. Si pensi, ad esempio, al caso di una negoziazione di un’operazione straordinaria da parte di un emittente, che costituisce tipicamente un processo articolato in più fasi – ciascuna delle quali, come detto, potenzialmente con carattere preciso e *price sensitive* – e la cui eventuale comunicazione al mercato prima della sua compiuta definizione potrebbe comprometterne il successo, già soltanto in ragione del possibile impatto significativo della notizia sui prezzi di mercato.

Tuttavia, per quanto sia stata ampiamente utilizzata, la disciplina del ritardo è stata oggetto di dub-

⁶ Ossia più correttamente, del divieto di abuso di informazioni privilegiate ai sensi dell’art. 8 MAR e del divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate ai sensi dell’art. 10 MAR.

bi interpretativi e operativi. In particolare, come anche osservato dalla Commissione Europea nella Proposta del dicembre 2022, dal momento che la nozione di informazione privilegiata comprende non solo eventi che si sono già verificati, ma anche eventi per i quali “si può ragionevolmente prevedere che avranno luogo”, nonché anche le fasi intermedie di processi prolungati, “gli emittenti devono sostenere costi di conformità elevati per comprendere quali tappe di un processo prolungato possano rappresentare informazioni privilegiate e quando una determinata informazione sia sufficientemente certa da poter essere divulgata”

Inoltre, un’anticipazione del momento comunicativo, oltre a poter essere dannosa per l’emittente, può avere effettivi potenzialmente distorsivi per il mercato: come riconosciuto dallo stesso legislatore comunitario nel Regolamento Modificativo, “[s]e le informazioni sono comunicate in una fase molto precoce e sono di natura preliminare, potrebbero indurre in errore gli investitori, piuttosto che contribuire a una formazione efficiente dei prezzi e a risolvere l’asimmetria informativa” (Considerando 67).

La nuova previsione normativa introdotta con il Regolamento Modificativo abroga l’obbligo di comunicazione da parte degli emittenti delle informazioni aventi oggetto le c.d. fasi intermedie di processi prolungati, senza tuttavia intervenire sulla definizione di informazione privilegiata⁷). In particolare, viene modificato l’art. 17(1) MAR, con l’indicazione che l’obbligo di *disclosure* immediato degli emittenti delle informazioni privilegiate “[...] non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all’articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento. In un processo prolungato, solo le circostanze o l’evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi”.

Gli emittenti, quindi, potranno mantenere la riservatezza con riguardo alle informazioni sulle fasi intermedie senza dover procedere alla *disclosure* delle informazioni, né ricorrere alla procedura del ritardo; tuttavia, laddove la riservatezza delle informazioni relative a tappe intermedie risulti violata, si dovrà procedere con la comunicazione al pubblico senza indugio (parimenti a quanto previsto per ogni infor-

⁷ Fatto salvo quanto di indicherà al successivo paragrafo 7, con riguardo alle fattispecie di *front running*.

mazione privilegiata che sia stata oggetto di ritardo)⁽⁸⁾.

Coerentemente con tale modifica, nell'ambito della disciplina sul ritardo di cui all'art. 17 MAR, viene anche specificato che le stesse tappe intermedie di un processo prolungato non devono essere oggetto di "ritardo" (non dovendo, appunto, più essere oggetto di comunicazione immediata al pubblico)⁽⁹⁾. In forza della nuova previsione normativa cessano, pertanto, di essere oggetto di obbligo di comunicazione (ovvero di "ritardo", ove ne ricorrano i presupposti), "gli annunci di semplici intenzioni, i negoziati in corso o, a seconda delle circostanze, i progressi dei negoziati (ad esempio una riunione tra rappresentanti di società)" (Considerando 67), ovvero ancora - in un processo negoziale - la sottoscrizione di lettere di intenti e/o accordi non vincolanti, la nomina degli advisor e i diversi round negoziali. Quindi, come sopra già indicato, ai sensi della nuova disposizione normativa, con riguardo ad un processo prolungato "solo le circostanze o l'evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi".

Non essendo stata modificata la definizione di informazione privilegiata, le tappe intermedie di un processo possono comunque qualificarsi come informazioni privilegiate e, conseguentemente, essere oggetto del divieto di abuso di informazioni privilegiate, pur non dovendo essere oggetto di comunicazione al pubblico. L'art. 7 ai paragrafi (2) e (3) della MAR (che, come detto, non sono stati modificati) stabilisce che l'informazione riguardante una tappa intermedia in un processo prolungato "è considerata un'informazione privilegiata se, di per sé, risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate", ossia se ha carattere preciso, non è pubblica, riguarda direttamente o indirettamente un emittente e/o uno strumento finanziario, ed è tale che "se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati".

La modifica degli obblighi di disclosure interviene su uno tra gli aspetti più problematici - sotto il profilo operativo e delle responsabilità - della MAR ed è, quindi, da accogliere positivamente. Tuttavia, la previ-

⁸ Il Regolamento Modificativo interviene includendo un riferimento all'informazione riguardante le "fasi intermedie" nell'art. 17(7) MAR, che dispone l'obbligo di disclosure in ogni ipotesi in cui sia venuta meno la riservatezza di un'informazione che sia stata precedentemente oggetto di ritardo.

⁹ Cfr. art. 17(4-bis) MAR, come introdotto con il Regolamento Modificativo.

sione modificata non è scevra a sua volta da dubbi interpretativi e possibili problematiche applicative. In particolare, non è del tutto chiaro quale sia la circostanza e l'evento finale di un processo prolungato, dovendosi escludere che tale momento coincida con il momento di formale finalizzazione di un processo, ove gli elementi essenziali della circostanza o dell'evento siano stati definiti precedentemente. A conferma, al Considerando 67 viene precisato che "per gli accordi contrattuali si dovrebbe ritenere che l'evento finale si sia verificato quando le condizioni essenziali di tale accordo sono state concordate", pertanto anche prima della finalizzazione del testo contrattuale e della sua sottoscrizione da parte dei contraenti. Di conseguenza, resterà importante distinguere i momenti identificabili come semplici tappe intermedie, dai momenti precedenti alla fase conclusiva di un processo nei quali, tuttavia, si concretizzi una vera e propria circostanza o evento tali da comportare l'insorgere degli obblighi di comunicazione al mercato. In tali evenienze, al fine di preservare la riservatezza fino al momento della firma di un accordo, resterà necessario far ricorso alla disciplina del ritardo, attivando i relativi presidi.

Ulteriore ambito rispetto al quale il Regolamento Modificativo aiuta a superare un dubbio applicativo è quello alle informazioni privilegiate nel contesto del processo di formazione dell'informativa finanziaria. La dottrina si è interrogata su come trattare i dati gestionali rilevati in fase di formazione dell'informativa finanziaria e prima della relativa finalizzazione, dai quali emergano significativi scostamenti rispetto a dati previsionali ovvero ad altre precedenti informazioni comunicate al pubblico dallo stesso emittente; in particolare, se - ai fini della normativa in commento - tali dati gestionali siano da trattare alla stregua dei dati contabili di periodo, quindi quali informazioni privilegiate "definitive e autonome", laddove ricorrano le caratteristiche di precisione e di price sensitiveness o, diversamente, quali fasi intermedie del processo - per sua natura prolungato - di formazione della situazione contabile. Tra le due tesi interpretative la seconda pare maggiormente condivisibile, in quanto basata sulla considerazione che il bilancio di esercizio e le situazioni contabili di periodo sono atti finali di processi articolati, caratterizzati dal coinvolgimento di specifici organi sociali ed esponenti aziendali, quali il consiglio di amministrazione e il dirigente preposto, e presidiati attraverso l'adozione di specifiche procedure da parte di quest'ultimo⁽¹⁰⁾; sono quindi caratterizzati da maggior completezza e definitività rispetto a

¹⁰ Il riferimento è alle procedure amministrative e contabili per la redazione del bilancio di esercizio, ove previsto del bilancio consolidato e di ogni altra comunicazione di carattere finanziario che, ai sensi dell'art. 154-bis, comma 3, del TUF, il dirigente preposto è tenuto ad adottare.

meri dati gestionali, la cui comunicazione al pubblico potrebbe, invece, creare effetti distorsivi. In altri termini, considerare i meri dati gestionali quali fasi intermedie di un processo prolungato *“fa prevalere l'esigenza di far sì che il processo di comunicazione al mercato dei dati avvenga in modo ordinato”* e tiene in considerazione che *“La diffusione di un dato gestionale, seppure di rilievo, ma non ancora consolidato in un'informazione contabile compiuta, anche se non necessariamente certa e definitiva, rischia .. di creare effetti distorsivi”* ⁽¹¹⁾. Accedendo a tale tesi interpretativa, i meri dati gestionali non formerebbero oggetto di *disclosure* immediata, in considerazione del fatto che, ai sensi della previsione introdotta dal Regolamento Modificativo all'art. 17(1) MAR, l'obbligo *“non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all'articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento”*.

I dubbi interpretativi potrebbero trovare risposta nell'atto delegato alla cui emanazione è delegata la Commissione Europea, nel quale dovrà essere riportata una lista esemplificativa di *“eventi finali”* in processi protratti e, per ciascuno di essi, l'esplicitazione del momento in cui si dovrà ritenere che sia sorto l'obbligo di comunicazione immediato da parte dell'emittente.

3. Modifiche alla disciplina del ritardo (art. 17 MAR)

Come noto, la MAR prevede la facoltà degli emittenti di ritardare – sotto la propria responsabilità e purché sussistano determinati requisiti – la *disclosure* di informazioni privilegiate, consentendo così un bilanciamento tra l'obbligo di comunicazione tempestivo e anticipato previsto dall'art. 17 MAR e l'esigenza di tutelare i legittimi interessi dell'emittente.

Nello specifico, l'art. 17(4) MAR prevede una disciplina generale del ritardo applicabile a tutti gli emittenti, la cui attivazione richiede una notifica alle autorità competenti successiva alla pubblicazione dell'informazione oggetto del ritardo, mentre l'art. 17(5) prevede una disciplina specifica di ritardo per gli enti creditizi e istituti finanziari, circoscritta a situazioni in cui il ricorso al ritardo si giustifichi in ragione dell'obiettivo di interesse pubblico di tutelare *“la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema*

¹¹ Cfr. Filippo Annunziata, *“La disclosure delle informazioni privilegiate, tra regole speciali e disciplina dell'organizzazione di impresa”*, XI Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, Roma 14-15 febbraio 2020.

finanziario” (come a titolo esemplificativo, le informazioni legate a un problema temporaneo di liquidità e, in particolare, la necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza), la cui attivazione richiede una notifica anticipata alle autorità competenti e un'autorizzazione da parte delle stesse.

Con riguardo alla prima fattispecie generale del ritardo, ai sensi dell'attuale previsione dell'art. 17(4) MAR l'emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) può ritardare la *disclosure* se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti:

- a) la *“comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente”* (o del partecipante al mercato delle quote di emissioni);
- b) il *“ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico”*;
- c) l'emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) *“è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni”*.

Le previsioni di cui alle lettere a) e b) avevano trovato ulteriore chiarimento da parte dell'ESMA, che aveva emanato dei propri Orientamenti che includevano una lista esemplificativa di *“legittimi interessi”* che possono giustificare la decisione di ritardare la comunicazione, così come di situazioni in cui il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può indurre in errore il pubblico ⁽¹²⁾.

Il Regolamento Modificativo interviene a precisazione del secondo presupposto previsto per il ricorso al ritardo, sostituendo il generico riferimento all'assenza di un probabile *“effetto fuorviante”* per il pubblico derivante dal ritardo nella comunicazione, con un'indicazione più specifica: le informazioni di cui si intende ritardare la comunicazione *“non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate”*.

¹² ESMA/2016/1478, adottati da Consob in data 14 dicembre 2016, n. 0110353 (poi confluiti negli Orientamenti ESMA70-159-4966IT, adottati da Consob con l'Avviso del 10 giugno 2022).

La modifica in esame in verità non innova il contenuto precettivo della norma in termini sostanziali, ma ha il pregio di elevare al rango di norma primaria una indicazione interpretativa sostanzialmente analoga che l'ESMA aveva fornito nei propri orientamenti in merito alla nozione di "effetto fuorviante" previsto dall'art. 17(4) MAR, lett. b). L'Autorità europea aveva, infatti, indicato nei propri orientamenti i seguenti casi esemplificativi di "effetto fuorviante":

- 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 cui fanno riferimento le informazioni privilegiate;
- le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione riguardano il fatto che gli obiettivi finanziari dell'emittente non saranno probabilmente raggiunti, laddove tali obiettivi siano stati precedentemente annunciati in forma pubblica;
- le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente al mercato, quali interviste, campagne promozionali itineranti o qualsivoglia altro tipo di comunicazione organizzata dall'emittente o con il consenso del medesimo.

Il Decreto Modificativo, invece, non accoglie la iniziale proposta normativa di riforma della MAR, che prevedeva un'anticipazione del momento in cui gli emittenti sono tenuti a comunicare all'Autorità di Vigilanza il ricorso all'istituto del ritardo. In particolare, in tale proposta si prevedeva un obbligo degli emittenti di comunicare all'Autorità la propria decisione di ritardare la comunicazione al momento in cui tale stessa decisione viene assunta, così da consentire alla stessa Autorità di ricevere le informazioni sui ritardi tempestivamente e poter così esercitare i propri compiti di vigilanza durante la fase del ritardo, anziché soltanto ex post. Rimane, quindi, vigente l'attuale impostazione della MAR, secondo cui gli emittenti sono tenuti ad informare l'Autorità di aver fatto ricorso all'istituto del ritardo immediatamente dopo il momento in cui sia data comunicazione dell'evento o circostanza al pubblico (ossia, al

momento della sua *disclosure*)(¹³).

Va segnalato che il Regolamento Modificativo prevede l'adozione di un atto delegato da parte della Commissione, attraverso il quale sia previsto un elenco esemplificativo delle "situazioni in cui le informazioni privilegiate di cui l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate [...]" (art. 17(12), lett. b), MAR, come modificato dal Regolamento Modificativo).

Infine, il Regolamento Modificativo interviene anche sulla disciplina specifica del ritardo prevista dall'art. 17(5) MAR per gli enti creditizi e istituti finanziari, estendendone l'applicazione anche agli emittenti che controllino un ente creditizio o istituto finanziario (¹⁴).

4. Modifiche alla disciplina dei sondaggi di mercato (art. 11 MAR)

Il Regolamento Modificativo interviene su due aspetti rilevanti della disciplina dei sondaggi di mercato ai sensi dell'art. 11 della MAR.

Ricordiamo preliminarmente che il legislatore comunitario aveva introdotto per la prima volta, con l'art.

¹³ La MAR prevede anche che gli emittenti trasmettano per iscritto all'Autorità una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni normative previste per il ritardo, alternativamente:

- (i) contestualmente alla notifica sull'avvenuto ritardo (quindi, subito dopo la disclosure dell'informazione); ovvero
- (ii) soltanto su richiesta dell'Autorità, negli Stati Membri che hanno così previsto (come in Italia, ai sensi dell'art. 114, co. 3, del TUF) e per gli emittenti i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione solo in un mercato di crescita per le PMI.

¹⁴ La nuova previsione ha altresì eliminato il riferimento contenuto nella parte introduttiva della norma alla finalità del ritardo di "salvaguardare la stabilità del sistema finanziario". Tale modifica, tuttavia, non pare avere carattere sostanziale, tenuto conto che rimane fermo che una delle condizioni necessarie per poter esercitare tale specifica facoltà di ritardo è, appunto, la possibilità che la comunicazione delle informazioni privilegiate possa "compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario" (17(5), lett. a) MAR) (oltre che l'esistenza di un interesse pubblico nel ritardo nella comunicazione, la possibilità di garantire la riservatezza delle informazioni e l'autorizzazione da parte dell'autorità competente).

11 MAR e la relativa normativa di secondo e terzo livello ⁽¹⁵⁾, una disciplina unitaria a livello comunitario dei c.d. sondaggi di mercato, avendo riconosciuto come tali forme di interazione con i potenziali investitori – comuni nel mercato, ma prive in molte giurisdizioni (inclusa l'Italia) di una normativa specifica – costituissero *“uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori, rafforzare il dialogo con gli azionisti, assicurare che le negoziazioni si svolgano senza complicazioni e che le posizioni degli emittenti, degli azionisti esistenti e dei nuovi investitori potenziali siano compatibili”*, rivelandosi poi *“particolarmente utili quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (benchmarks) pertinenti o sono volatili”* (Considerando 32 MAR).

La MAR ha, innanzitutto, introdotto una definizione normativa di sondaggio di mercato, descrivendola come ogni comunicazione di informazioni, in qualsiasi modo effettuata (ad es., email, telefonate, riunioni, comunicazioni verbali), *“anteriamente all'annuncio di un'operazione”* (enfasi aggiunta), finalizzata a *“valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori”*, ove essa sia effettuata da parte di un emittente, un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, un partecipante al mercato delle quote di emissioni ovvero terzi che agiscono in nome e per conto degli stessi (come ad esempio un istituto finanziario).

La definizione normativa di sondaggio, quindi, si basa sui seguenti elementi costitutivi:

- oggetto: una comunicazione di informazioni, che possono qualificarsi come informazioni privilegiate o non privilegiate;
- soggetto comunicante (il c.d. *disclosing market participant* o **DMP**): un emittente, un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, un partecipante al mercato delle quote di emissioni ovvero terzi che agiscono in nome e per conto degli stessi;

¹⁵ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2016/960 della Commissione del 17 maggio 2016; Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 della Commissione del 17 maggio 2016; “Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) - Persone che ricevono sondaggi di mercato” del 10 novembre 2016 (ESMA/2016/1477) e relativa Comunicazione Consob di recepimento del 14 dicembre 2016, n. 0110351.

- destinatari della comunicazione: potenziali investitori;
- finalità della comunicazione: valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni;
- momento della comunicazione: prima dell'annuncio dell'operazione.

Il legislatore, poi, riconoscendo che un sondaggio di mercato potrebbe comportare la comunicazione di informazioni privilegiate (quali, ad esempio, l'informazione riguardante una imminente probabile operazione), ha previsto obblighi informativi e oneri procedurali in capo al soggetto che promuove il sondaggio, così come un generale obbligo di riservatezza nonché di astensione da ogni operatività sull'emittente cui si riferiscono le informazioni in capo a chi partecipa a tale sondaggio (c.d. *wall-crossing*), così da stabilire un equilibrio tra le esigenze di tutela della generalità degli investitori e del mercato rispetto agli abusi di mercato e l'esigenza di non vietare la pratica dei sondaggi di mercato (inclusi quelli che comportano la comunicazione di informazioni privilegiate), in quanto strumento utile per garantire l'efficienza dei mercati finanziari.

In particolare, l'art. 11(3) MAR prevede l'obbligo del DMP di esaminare preliminarmente se il sondaggio comporterà la comunicazione di informazioni privilegiate, registrando per iscritto la sua conclusione e i motivi della stessa e fornendo tali registrazioni scritte su richiesta dell'autorità competente.

Quindi, l'art. 11(5) MAR richiede al DMP di:

- ottenere il consenso della persona che riceve il sondaggio a ricevere informazioni privilegiate;
- informare la persona che riceve il sondaggio che *“le è vietato utilizzare tali informazioni, o tentare di utilizzarle, con l'acquisizione o la cessione, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, di strumenti finanziari cui si riferiscono tali informazioni”* ovvero *“tramite cancellazione o modifica di un ordine già inoltrato”* sugli stessi;
- informare la persona che riceve il sondaggio di mercato che, accettando di ricevere le informazioni, assume l'obbligo di mantenere riservate tali informazioni.

Stabiliti, quindi, gli obblighi informativi e procedimentali del DMP (i quali obblighi sono ulteriormente specificati nel Regolamento delegato (UE) 2016/960 e nel Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959), l'art. 11(4) MAR prevede che, ove siano rispettati tali obblighi. *“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”*, richiamando così il criterio normativo previsto dall'art. 10 MAR che distingue una legittima comunicazione selettiva di informazioni privilegiate dalla fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate ⁽¹⁶⁾.

Con tale previsione, pertanto, la MAR ha introdotto una vera e propria esenzione dal divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiata (c.d. *safe harbor*), di cui potrà godere il DMP che rispetti tutti gli obblighi previsti dalle previsioni sopra indicate dei paragrafi 3 e 5 dell'art. 11 MAR ⁽¹⁷⁾.

Al paragrafo 6 dell'art. 11 MAR sono, poi, previsti ulteriori obblighi in capo al DMP, ossia di informare i partecipanti quando le informazioni comunicate nel corso di un sondaggio cessano di essere informazioni privilegiate e di registrare le informazioni comunicate, anche per metterle a disposizione eventualmente dell'autorità. Tale previsione, tuttavia, non è richiamata dal legislatore come presupposto per l'applicazione della *safe harbor* sopra indicata.

Richiamata la normativa vigente sui sondaggi di mercato, passiamo ora alle modifiche introdotte dal Regolamento Modificativo.

Il Regolamento Modificativo interviene innanzitutto sulla definizione normativa di sondaggio di mercato riportata all'art. 11(1), al fine di chiarire che si ha “sondaggio di mercato” anche quando l'operazione oggetto del sondaggio non sia poi promossa:

¹⁶ Ricordiamo, infatti, che ai sensi dell'art. 10(1) MAR “*si ha comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione*”.

¹⁷ Allo stesso tempo, tuttavia, la stessa MAR riconosce che “[n]on si dovrebbe presupporre che i partecipanti al mercato che non rispettano il presente regolamento nello svolgimento di un sondaggio di mercato abbiano comunicato illecitamente informazioni privilegiate, ma non dovrebbero poter usufruire dell'esenzione concessa a quanti hanno rispettato tali disposizioni”.

“Un sondaggio di mercato consiste nella comunicazione di informazioni, anteriormente all'eventuale annuncio di un'operazione” – enfasi aggiunta).

Tale modifica risponde ad un'esigenza di ragionevolezza e coerenza: infatti, nel momento in cui un operatore decide di attivare la procedura del sondaggio di mercato, non vi è alcuna contezza se la potenziale operazione troverà poi compiuta realizzazione e sarà, pertanto, oggetto di annuncio al mercato. D'altro canto, il sondaggio di mercato ha quale finalità quella di valutare l'effettiva opportunità di promuovere l'operazione (ed eventualmente, valutarne le relative condizioni). Nello stesso senso, l'ESMA segnalava nel MAR Review Report che la *“presenza o meno di un annuncio non impatta effettivamente sulla natura del sondaggio e pertanto non dovrebbe essere riflessa nella definizione”* ⁽¹⁸⁾.

Il Regolamento Modificativo interviene, inoltre, sulla disciplina sui sondaggi di mercato, operando una distinzione tra requisiti che devono essere rispettati in tutti i sondaggi di mercato, e sono pertanto obbligatori, da un lato, e requisiti da ritenersi soltanto opzionali e funzionali all'applicazione del regime di *safe harbor* previsto dall'art. 11 MAR, dall'altro lato ⁽¹⁹⁾.

Con riguardo a tutti i sondaggi rimane in vigore ed invariato il paragrafo 3 dell'art. 11 MAR, che richiede che, con riguardo a ciascuna comunicazione trasmessa per l'intera durata del sondaggio stesso, il DMP:

- verifichi preliminarmente se il sondaggio di mercato comporterà la comunicazione di informazioni privilegiate, registrando per iscritto la sua conclusione e i motivi della stessa;
- fornisca tali registrazioni scritte su richiesta dell'autorità competente.

È applicabile, poi, ad ogni sondaggio di mercato anche l'obbligo del soggetto che promuove un sondaggio di informare tempestivamente ogni partecipante quando, in base alla sua valutazione, le informa-

¹⁸ Nell'originale, “*ESMA is of the view that the scope of Article 11 should also apply in those cases where a transaction is not eventually announced, as the presence of an announcement does not really impact the nature of the soundings and therefore should not be reflected in the definition*” (MAR Review Report, §307).

¹⁹ Tale modifica accoglie parzialmente le istanze presentate da alcuni operatori in occasione della consultazione pubblica, che chiedevano di rendere facoltativa la disciplina sui sondaggi –di mercati, respingendo, invece, l'indicazione dell'ESMA, che proponeva anche l'introduzione di sanzioni per il mancato rispetto di tutte le prescrizioni in tema di sondaggio di mercato. Cfr. MAR Review Report, § 298.

zioni comunicate cessano di essere informazioni privilegiate, a meno che “*le informazioni siano state comunicate al pubblico in altro modo*”, nonché di conservare una registrazione delle informazioni fornite e trasmettere la stessa all’autorità competente su richiesta (cfr. art. 11, paragrafo 6, MAR).

Tale obbligo conferma sostanzialmente quanto già attualmente previsto al paragrafo 6 dell’art. 11, con una interessante novità: mentre la norma vigente richiede sempre di informare tutti i partecipanti quando, secondo la valutazione di chi promuove il sondaggio, l’informazione ha cessato di qualificarsi come privilegiata (il c.d. *cleansing* dell’informazione), ai sensi della norma modificata tale comunicazione non è richiesta “*nel caso in cui le informazioni siano state comunicate al pubblico in altro modo*”. Tale circostanza si verifica tipicamente quando l’operazione oggetto del sondaggio viene annunciata al mercato con comunicato stampa da parte dell’emittente e/o degli offerenti. Non dovrebbe, invece, considerarsi come valida comunicazione al pubblico ai fini della presente previsione la mera pubblicazione di indiscrezioni di stampa o diffusione di *rumour*, indipendentemente dalla loro attendibilità o meno (se non, e fino a che, non sia pubblicato anche un comunicato stampa da parte dei soggetti coinvolti). Infatti, soltanto una pubblicazione effettuata dal soggetto che ha promosso il sondaggio (e dai soggetti che al suo interno sono titolati ad esprimersi a suo nome) è in grado di escludere ogni dubbio circa l’attendibilità della notizia⁽²⁰⁾.

Il nuovo art. 11(4), poi, dispone che un sondaggio di mercato potrà godere del *safe harbor* sopra menzionato – i.e., la comunicazione di informazioni privilegiate nell’ambito del sondaggio è ritenuta effettuata “*nel normale esercizio di un’occupazione, di una professione o di una funzione*” – soltanto se il soggetto che promuove il sondaggio ha adempiuto ad una serie di obblighi, che ricalcano sostanzialmente quelli previsti dall’attuale art. 11(5) MAR⁽²¹⁾.

²⁰ In senso coerente si è espressa nelle sue Linee Guida sulla gestione delle informazioni privilegiate, con riguardo al requisito della riservatezza delle informazioni privilegiate (ma con un’osservazione che può ritenersi applicabile anche all’ipotesi in esame), Cfr. Linee Guida Consob, §4.31.

²¹ In particolare, il soggetto che promuove il sondaggio può godere di tale *safe harbor* se:

- a) ha ottenuto il consenso della persona che riceve il sondaggio di mercato a ricevere informazioni privilegiate;

La previsione in esame costituisce certamente una rilevante innovazione della normativa sui sondaggi di mercato, in quanto sancisce la possibilità – messa in dubbio dall’ESMA sulla base dell’attuale normativa⁽²²⁾ – di svolgere un sondaggio di mercato anche senza rispettare tutti gli oneri procedurali previsti dall’attuale art. 11 MAR e dalla relativa normativa di attuazione, limitandosi a richiedere – ai sensi dell’art. 11(3) e (6) MAR – a chi promuove il sondaggio di verificare se lo stesso comporti la comunicazione di informazioni privilegiata o meno, allo scopo di prevenire gli abusi di mercato e tutelare i partecipanti al sondaggio stesso, nonché di informare i partecipanti quando l’informazione abbia cessato di essere privilegiata.

L’intervento normativo, tuttavia, non introduce una effettiva semplificazione – auspicata da diversi operatori – degli oneri procedurali e comunicativi previsti per i sondaggi di mercato per i quali si intenda usufruire del *safe harbor*: rimangono sostanzialmente in vigore gli stessi oneri informativi e procedurali già previsti dall’attuale normativa (salvo solo la semplificazione dell’informativa *post cleansing*, come sopra previsto, ove un’informazione sia stata resa pubblica in altro modo).

b) ha informato la persona che riceve il sondaggio di mercato che le è vietato utilizzare tali informazioni, o tentare di utilizzarle, con l’acquisizione o la cessione, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, di strumenti finanziari cui si riferiscono tali informazioni;

c) ha informato la persona che riceve il sondaggio di mercato che le è vietato utilizzare tali informazioni, o tentare di utilizzarle, tramite cancellazione o modifica di un ordine già inoltrato concernente uno strumento finanziario cui si riferiscono tali informazioni;

d) ha informato la persona che riceve il sondaggio di mercato che, accettando di ricevere le informazioni, ha l’obbligo di mantenere riservate tali informazioni;

e) ha effettuato e conservato una registrazione di tutte le informazioni fornite alla persona che riceve il sondaggio di mercato, tra cui le informazioni fornite conformemente alle lettere da a) a d) e l’identità dei potenziali investitori ai quali le informazioni sono state comunicate comprese, ma non solo, le persone giuridiche e le persone fisiche che agiscono per conto del potenziale investitore, nonché la data e l’ora di ogni comunicazione;

f) ha trasmesso tale registrazione all’autorità competente su richiesta.

²² Cfr. ESMA, MAR Review Report, § 255.

Rimane, infine, confermata la previsione del paragrafo 7 dell'art. 11 MAR, che prevede un obbligo da parte di ciascuno dei partecipanti ad un sondaggio di valutare se siano o meno ancora in possesso di informazioni privilegiate, a prescindere dagli obblighi di comunicazione del DMP in merito al c.d. *cleansing* dell'informazione (*"le persone che ricevono il sondaggio di mercato valutano autonomamente se sono in possesso di informazioni privilegiate"*).

5. Registro Insider (art. 18 MAR)

L'art. 18 MAR prevede che ogni emittente nonché ogni soggetto che agisca in nome e per conto dello stesso istituisca ed aggiorni di volta in volta un registro dei soggetti che abbiano accesso ad informazioni privilegiate e con i quali esista un rapporto di collaborazione professionale, anche sulla base di un contratto di lavoro dipendente *"o che comunque svolgono determinati compiti tramite i quali hanno accesso alle informazioni privilegiate, quali consulenti, contabili o agenzie di rating del credito"*.

Con il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347, il legislatore comunitario aveva disciplinato il formato di tali Registri Insider, prevedendo che fosse istituita una sezione del registro distinta per ciascuna informazione privilegiata. Allo stesso tempo, il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 (art. 2) aveva previsto la facoltà, per tutti i soggetti obbligati, di prevedere una sezione permanente del Registro Insider, in cui potessero essere inseriti i soggetti che, in ragione della loro posizione lavorativa, hanno accesso su base continuativa alle informazioni privilegiate, consentendo, in tal modo, di non ripetere l'inserimento nelle sezioni dedicate a ciascuna informazione privilegiata dei soggetti iscritti nella sezione permanente.

Lo stesso art. 18 MAR, al paragrafo 6, prevedeva inizialmente, quale regime di favore per gli emittenti con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI (**"Emittenti PMI"**)⁽²³⁾, la possibilità di omettere l'adozione del Registro Insider purché fossero rispettati specifici

²³ I mercati di crescita delle PMI sono i sistemi multilaterali di negoziazione che, al ricorrere di specifici requisiti prescritti ai sensi dell'art. 33 della MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), hanno richiesto e ottenuto dalla propria autorità competente di acquisire tale qualificazione. Per gli emittenti quotati presso tale tipologia di mercati sono previste alcune semplificazioni a livello normativo, tra cui in tema di normativa sul prospetto e, come sopra indicato, di obblighi in materia di tenuta del Registro Insider. In Italia si qualifica come mercato di crescita delle PMI il mercato Euronext Growth Milan (a decorrere dal mese di ottobre 2019).

requisiti, tra cui la capacità di *"fornire, su richiesta, all'autorità competente un elenco di persone aventi accesso a informazioni privilegiate"*.

Successivamente il legislatore comunitario è intervenuto per ulteriormente semplificare il regime normativo previsto per gli Emittenti PMI, constatando anche che i requisiti previsti per poter omettere l'adozione del Registro Insider erano talmente stringenti, da averne scoraggiato il ricorso. Pertanto, con il Regolamento UE 2019/2115 il legislatore ha modificato lo stesso art. 18(6) MAR, prevedendo che per gli Emittenti PMI è possibile redigere un Registro Insider costituito soltanto dai c.d. *permanent insider* (ossia, le *"persone che, in virtù della funzione che svolgono o della posizione che occupano presso l'emittente, hanno accesso regolare a informazioni privilegiate"*), senza sezioni speciali aggiuntive, pur prevedendosi la facoltà per gli Stati Membri di richiedere l'applicazione agli stessi soggetti dell'intero corpus normativo in tema di Registro Insider, *"ove giustificato da specifiche preoccupazioni di integrità del mercato nazionale"*. In conseguenza della modifica normativa, la Commissione Europea ha emanato il Regolamento di esecuzione UE 2022/1210, che abrogando il precedente Regolamento UE 2016/347, ha sostanzialmente confermato quanto previsto in tema di redazione del Registro Insider per la generalità degli emittenti, prevedendo al contempo un regime semplificato di redazione del Registro Insider per gli Emittenti PMI.

Giova ricordare come già in occasione dell'emanazione del Regolamento di esecuzione (UE) 2022/1210 si fosse sviluppata una accesa dialettica tra l'ESMA, contraria all'introduzione di un regime semplificato per gli emittenti "minori", e la Commissione, intenzionata invece ad introdurre una semplificazione per tali emittenti⁽²⁴⁾.

Quale ulteriore manifestazione della volontà del legislatore comunitario di favorire la semplificazione degli obblighi di tenuta del registro, il Regolamento Modificativo attribuisce all'ESMA il compito di revisionare la normativa di secondo livello emanata con riguardo agli Emittenti PMI, con la finalità di

²⁴ Cfr. La *"Opinion On the European Commission's proposed amendments to the draft Implementing Technical Standards on the precise format of insider lists and for updating insider lists adopted under MAR"* dell'ESMA del 29 aprile 2022 (ESMA70-449-501), che risponde in modo critico alla richiesta della Commissione di modificare le norme tecniche di attuazione proposte dall'ESMA. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-449-501_opinion_its_insider_lists.pdf

estendere l'uso del formato semplificato a tutti gli emittenti.

In attesa dell'intervento delegato all'ESMA e della normativa di attuazione proposta dalla Commissione, continuerà a trovare applicazione la disciplina prevista dall'art. 17 MAR e dal Regolamento di esecuzione (UE) 2022/1210, che prevede per tutti gli emittenti diversi dagli Emittenti PMI (oltre che dei soggetti che agiscono in nome e per conto degli stessi) l'obbligo di predisporre un registro che includa non soltanto i c.d. insider permanenti, ma anche i soggetti che hanno accesso ad una specifica informazione privilegiata (i c.d. insider occasionali), prevedendosi per questi una sezione specifica per ciascuna informazione privilegiata.

6. Internal dealing e operazioni durante i closed period (art. 19 MAR)

Il Regolamento Modificativo interviene sulle soglie previste per gli obblighi di comunicazione in materia di c.d. *internal dealing*, ossia gli obblighi di pubblicità a carico delle persone che in un emittente "esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché le persone a loro strettamente legate" in merito alle operazioni condotte per loro conto "concernenti le azioni o gli strumenti di debito di tale emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati", previsto dall'art. 19 MAR.

In particolare, la normativa in esame viene modificata prevedendo:

- l'innalzamento della soglia minima di controvalore delle operazioni in ciascun anno solare che fa scattare gli obblighi di comunicazione, dagli attuali Euro 5.000 a Euro 20.000 (in Italia tale soglia era già stata aumentata a Euro 20.000 con il novellato art. 152-quinquies.1 del Regolamento Emittenti, in esercizio della facoltà prevista dallo stesso art. 19 MAR);
- la facoltà delle Autorità competenti di aumentare tale limite minimo fino ad Euro 50.000, ovvero di ridurre lo stesso fino ad Euro 10.000.

Il Regolamento Modificativo interviene anche sulle disposizioni riguardanti il c.d. *closed period* previste dall'art. 19(11) e (12) MAR, ampliando le ipotesi di operazioni che possono essere escluse dal divieto in oggetto. Come noto, ai sensi dell'art. 19(11) MAR le persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso un emittente (non, invece, le persone a loro strettamente legate, che

sono escluse da tale divieto, pur rimanendo soggette agli obblighi di comunicazione ex art. 19(1) MAR) non possono effettuare "operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, relative alle azioni o agli strumenti di debito di tale emittente, o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a essi collegati" nei 30 giorni di calendario che precedono la pubblicazione di un rapporto finanziario intermedio o di fine esercizio, che sia prevista obbligatoriamente in capo all'emittente ai sensi della normativa applicabile o delle regole della sede di negoziazione applicabile all'emittente. L'art. 19(12) MAR prevede, poi, alcune ipotesi in cui gli emittenti possono concedere un'esenzione dal divieto di negoziazione nei *closed period*, che sono state ulteriormente precisate nella normativa di secondo livello⁽²⁵⁾

Il Regolamento Modificativo interviene prevedendo con il nuovo art. 19(12-bis) una nuova ipotesi di possibile esenzione dal divieto in esame, che potrà essere autorizzata dagli emittenti, di negoziare o di effettuare operazioni per proprio conto o per conto di terzi nel corso di un periodo di chiusura in caso di operazioni o attività di negoziazione che:

- non riguardano decisioni di investimento attive adottate dal soggetto rilevante; oppure
- derivano esclusivamente da fattori esterni o da azioni di terzi; oppure
- sono operazioni o attività di negoziazione, compreso l'esercizio di diritti conferiti da strumenti derivati, basate su condizioni prestabilite.

Le nuove ipotesi di esenzioni intendono limitare l'ambito di applicazione del divieto di negoziazione durante i *closed period*, escludendo dal divieto stesso le operazioni in relazione alle quali manca una decisione attiva di investimento da parte del soggetto rilevante e, quindi, la possibilità per lo stesso di incidere sulle condizioni dell'operazione.

Vengono, pertanto, in rilievo, a titolo esemplificativo:

- le operazioni compiute per conto del soggetto rilevante da parte di un soggetto terzo indipen-

²⁵Regolamento delegato (UE) 2016/522 del 17 dicembre 2015; Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523 del 10 marzo 2016.

dente sulla base di un mandato discrezionale di gestione ⁽²⁶⁾;

- le operazioni che siano conseguenza diretta di eventi societari, come la conversione obbligatoria di strumenti finanziari;
- esecuzione di accordi di acquisizione (c.d. *closing*), sottoscritti prima dell'inizio del *closed period*;
- esercizio di diritti di opzione concordati prima dell'avvio del *closed period*.

Il Regolamento Modificativo integra, inoltre, le tipologie di strumenti finanziari in relazione ai quali gli emittenti, in talune circostanze e con riguardo a talune tipologie di operazioni, possono concedere esenzioni dal divieto di negoziazione durante i *closed period*. In particolare, la previsione in esame della MAR prevede oggi la possibilità che un emittente possa concedere tale esenzione:

- a) in presenza di condizioni eccezionali, da valutare caso per caso (ad es., gravi difficoltà finanziarie), che impongano la vendita immediata di azioni;
- b) in relazione ad operazioni condotte contestualmente o in relazione a un piano di partecipazione azionaria dei dipendenti o un programma di risparmio, una garanzia o diritti ad azioni, o ancora operazioni in cui l'interesse beneficiario del titolo in questione non è soggetto a variazioni.

Come si evince dalla lettura delle previsioni vigenti, le esenzioni possono essere riconosciute limitatamente ad operazioni su azioni o garanzie e diritti connessi ad azioni, con evidente incoerenza rispetto all'ambito di applicazione della disciplina sull'*internal dealing* nonché, più in generale, della MAR (che in-

²⁶ Tale ipotesi è espressamente richiamata dal Considerando 76 del Regolamento Modificativo. L'approccio è, peraltro, coerente con analogha disposizione contenuta nel Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, che integra la Direttiva 2014/65/UE stabilendo alcuni requisiti organizzativi e condizioni dell'esercizio dell'attività delle imprese di investimento e, all'art. 29 (2), stabilisce il divieto di effettuare operazioni personali in capo ai relativi soggetti rilevanti delle imprese di investimento che abbiano accesso a informazioni privilegiate: in particolare, l'art. 29 (6) dispone che il divieto di effettuare operazioni personali non trovi applicazione – tra l'altro – con riguardo ad operazioni personali "realizzate nel quadro di un servizio di gestione del portafoglio discrezionale, nell'ambito del quale non vi è una comunicazione preventiva in relazione all'operazione tra il gestore del portafoglio e il soggetto rilevante o altra persona per conto della quale l'operazione è eseguita".

clude operazioni su più tipologie di strumenti finanziari). Il Regolamento Modificativo interviene, quindi, estendendo la portata di tali esenzioni anche agli "strumenti finanziari diversi dalle azioni".

7. Precisazione sulla nozione di informazione privilegiata

Il legislatore comunitario, all'art. 7, aveva voluto precisare che può costituire informazione privilegiata, "nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari" anche "l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente", purché naturalmente per tale informazione sussistano gli altri requisiti normativi previsti per l'informazione privilegiata (ossia, il carattere preciso e *price sensitive*) (art. 7(1), lett. d), MAR).

Trattasi di una precisazione, intesa a ribadire l'illiceità delle condotte di c.d. *front running*, ossia della condotta degli operatori che, ricevuto un ordine da un cliente con potenziale impatto sui prezzi di mercato, sfruttano tale informazione per operare anticipatamente sul mercato, avvantaggiandosi poi dell'impatto che l'ordine del cliente ha sui prezzi di mercato una volta eseguito; che tale condotta costituisca un abuso di mercato era, infatti, chiaro anche prima che la MAR introducesse la previsione in esame, non essendovi dubbi che l'informazione riguardante un ordine in via di esecuzione può rispondere a tutti i requisiti dell'informazione privilegiata (carattere preciso e *price sensitive*, riservatezza e connessione ad uno strumento finanziario).

Il legislatore con il Regolamento Modificativo ritorna sulla previsione in esame, per precisare ulteriormente – ove vi fossero mai stati dubbi – che l'informazione privilegiata connessa con ordini pendenti in strumenti finanziari può trarre origine non soltanto da un cliente, ma anche "da altri soggetti che agiscono per suo conto", ossia può consistere in una "informazione nota per via della gestione di un conto proprietario o di un fondo gestito".

8. Nuovi strumenti per un'efficacia vigilanza su base transfrontaliera

La MAR introduce alcuni strumenti volti ad ampliare e rendere più efficace l'ambito della vigilanza da parte delle Autorità competenti, anche in un'ottica di sempre maggiore coordinamento tra i mercati finanziari.

In particolare, viene previsto con il nuovo articolo 25-bis l'obbligo per le autorità competenti per la vigilanza "sulle sedi di negoziazione aventi una dimensione transfrontaliera significativa" di istituire entro una data specifica ⁽²⁷⁾, un "dispositivo" che consenta uno "scambio tempestivo e costante" dei dati di negoziazione relativi ad azioni, obbligazioni e future raccolti presso tali sedi di negoziazione, potendo anche delegare all'ESMA l'istituzione del dispositivo.

Attraverso tali dispositivi, un'autorità competente potrà trasmettere una richiesta di dati ad altra autorità, la quale dovrà richiedere tali stessi dati alla pertinente sede di negoziazione "tempestivamente e non oltre quattro giorni lavorativi dopo la data della richiesta".

Per esigenze di proporzionalità, il legislatore ha limitato l'obbligo di istituire tali dispositivi alle autorità che vigilano su mercati con un elevato livello di attività transfrontaliera, prevedendo, tuttavia, una facoltà per gli Stati Membri di prevedere che anche le autorità che vigilano su sedi altre sedi "minori" possano istituire tali dispositivi su base facoltativa, conformandosi ai relativi requisiti.

Sempre al fine di garantire una maggiore collaborazione tra le Autorità di vigilanza, è stato introdotto un nuovo articolo 25-ter che prevede che l'ESMA, di sua iniziativa o su richiesta di un'Autorità di vigilanza, in caso di "gravi preoccupazioni riguardanti l'integrità dei mercati o il regolare funzionamento degli stessi", possa istituire e coordinare una piattaforma di collaborazione, attraverso la quale sia possibile garantire un proficuo scambio di informazioni e coordinare indagini o ispezioni con effetti transfrontalieri.

Si prevede, inoltre, che l'ESMA possa coordinare ispezioni in loco, su richiesta di una o più autorità competenti.

9. Interventi in ambito sanzionatorio e trattamento di favore per le PMI

Il legislatore è voluto intervenire anche in merito al regime delle sanzioni amministrative previsto dalla MAR, con l'obiettivo dichiarato di correggere alcuni eccessi repressivi e modulare l'approccio punitivo

²⁷ Che sarà indicato in sede di approvazione della versione finale del Regolamento Modificativo in una data corrispondente a 18 mesi dalla sua entrata in vigore.

con riguardo alle società di minore dimensione, nello specifico le PMI⁽²⁸⁾, coerentemente con l'obiettivo del Listing Act di rimuovere gli ostacoli che possono scoraggiare il ricorso al mercato dei capitali di rischio

Il legislatore introduce così alcune modifiche all'art. 30 MAR in tema di soglie massime di sanzione pecuniaria applicabile alle persone giuridiche per le violazioni agli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate degli emittenti (art. 17 MAR) nonché per le violazioni degli obblighi in materia di Registro Insider e della normativa riguardante le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione (rispettivamente, artt. 18 e 19 MAR). Per tali fattispecie viene previsto, per la determinazione della soglia massima di sanzione edittale:

- un criterio di *default* consistente nel determinare la sanzione quale percentuale del fatturato totale annuo dell'emittente⁽²⁹⁾, modulando così la sanzione in ragione delle dimensioni dell'impresa interessata;
- la possibilità che le Autorità competenti possano applicare – ove il criterio di *default* del fatturato porti all'applicazione di una sanzione pecuniaria eccessivamente ridotta (tenendo conto dei criteri di applicazione delle sanzioni previsti dall'articolo 31(1), lettere a), b), d), e), f), g) e h) MAR) – una soglia monetaria minima, modulata in modo differenziato per la generalità degli emittenti, da un lato,⁽³⁰⁾ e per le PMI, dall'altro lato⁽³¹⁾.

Il nuovo assetto sanzionatorio delineato dal Regolamento Modificativo si differenzia da quello oggi previsto dalla normativa italiana. Infatti, le violazioni dell'obbligo di comunicazione ai sensi dell'art. 17 MAR

²⁸ Tale categoria include le microimprese e piccole e medie imprese, come definite ai sensi dell'art. 2 dell'allegato della Raccomandazione 2003/361CE della Commissione (ossia, le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR).

²⁹ Rispettivamente, del 2% per le violazioni dell'art. 17 MAR e dello 0,8% per le violazioni degli artt. 18 e 19 MAR.

³⁰ Rispettivamente, Euro 2.500.000 per le violazioni dell'art. 17 MAR e Euro 1.000.000 per le violazioni degli artt. 18 e 19 MAR.

³¹ Rispettivamente, Euro 1.000.000 per le violazioni dell'art. 17 MAR e Euro 400.000 per le violazioni degli artt. 18 e 19 MAR.

da parte degli enti sono punite dall'art. 187.ter.1, comma 1, del Testo Unico della Finanza con una sanzione compresa tra un minimo di Euro 5.000 ed un massimo di Euro 2.500.000, indipendentemente dalla dimensione – in termini di capacità di fatturato – dell'emittente e senza prevedere una soglia edittale inferiore per le PMI⁽³²⁾. La stessa previsione stabilisce, poi, che la sanzione possa essere commisurata al fatturato (in particolare, in misura del 2% del fatturato annuo) quando tale importo sia superiore a Euro 2.500.000 (ed il fatturato sia determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis, del Testo Unico della Finanza).

In senso simile, per la violazione da parte degli enti degli obblighi in tema di Registro Insider e Operazioni dei Manager di cui agli artt. 18 e 19 MAR l'art. 187.ter.1, comma 4, del Testo Unico della Finanza prevede un criterio monetario (con previsione di un minimo di Euro 5.000 ed un massimo di Euro 1.000.000), senza previsione di soglie di fatturato né di un trattamento favorevole per le PMI⁽³³⁾.

Fermo restando che il Regolamento Modificativo non abroga la facoltà riconosciuta dalla MAR agli Stati Membri di prevedere sanzioni di importo più elevato rispetto a quello disposto dalla stessa MAR (art. 30(3) MAR), è auspicabile che il legislatore italiano colga l'esigenza sottesa dall'approccio seguito dal legislatore comunitario di commisurare le sanzioni alla capacità di fatturato degli emittenti e introduca un regime di minor rigore per le PMI.

Degna di nota è, infine, la previsione introdotta dal Regolamento Modificativo all'art. 31 MAR, ai sensi della quale gli Stati Membri sono obbligati a garantire che le Autorità competenti applichino sanzioni "proporzionate". Inoltre, tra le circostanze delle quali le Autorità devono tener conto nella determinazione delle sanzioni viene aggiunto *"l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta"*, con evidente richiamo del contenuto dell'orientamento giurisprudenziale della Corte Europea dei diritti dell'uomo con riguardo al c.d. doppio binario sanzionatorio affermato a partire della nota sentenza Grande Stevens

³² Per le stesse violazioni, se commesse da persone fisiche, si prevede una sanzione amministrativa pecuniaria da Euro 5.000 a Euro 1.000.000 (comma 2).

³³ Per le stesse violazioni, se commesse da persone fisiche, si prevede una sanzione amministrativa pecuniaria da Euro 5.000 a Euro 500.000 (comma 5).

⁽³⁴⁾. Tale modifica introdotta dal Regolamento Modificativo dovrebbe essere riflessa, in sede di recepimento, nell'art. 194-bis del Testo Unico della Finanza.

³⁴ Corte Europea dei diritti dell'uomo, 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, Ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10. In Italia, il tema del c.d. doppio binario sanzionatorio e della sua compatibilità con il principio del *ne bis in idem* è stato oggetto di recenti pronunciamenti da parte della giurisprudenza; si veda, ad esempio, Cass., sez. V pen., ord. 10 novembre 2014, n. 3333; Corte Costituzionale, 16 giugno 2022, n. 149.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
