

Marzo 2017

I sondaggi di mercato nella disciplina MAR

Paolo Basile e Enrico Maria Bocchino, ACFirm

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. Il sondaggio quale ipotesi condizionata di esenzione dalla fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate - 3. Elementi della disciplina: definizione, morfologia dell'informazione e destinatari della disciplina - 4. Il sondaggio di mercato e le OPA - 5. Una norma di chiusura che rafforza il sistema prevenzionistico - 6. Il *cleansing*: superfetazione della disciplina?

1. Premessa

Le regole in materia di sondaggi di mercato costituiscono a pieno titolo uno degli elementi di maggiore innovazione della rivisitata disciplina sugli abusi di mercato. Le peculiarità dell'istituto sono molteplici e attengono a numerosi e variegati profili.

Da un punto di vista generale, i sondaggi di mercato rappresentano la positivizzazione della nota e consolidata prassi di mercato del *wall-crossing*¹: un emittente, o un terzo che agisce per suo conto, *condivide* informazioni privilegiate con parti terze consenzienti, le quali accettano di mantenere la riservatezza e di astenersi dall'effettuare operazioni di investimento sulla base delle informazioni ricevute. In questo modo, il beneficiario del sondaggio è in grado di valutare l'interesse delle terze parti alla realizzazione di, ovvero alla partecipazione a, una o più operazioni cui le informazioni pertengono. Nell'ambito di questa prassi, il ricorso alle clausole generali del regime MAD in materia di *selective disclosure*² e gli accorgimenti adottati dai soggetti

¹ Per una descrizione della prassi si veda FSA Decision Notice del 15 febbraio 2015 sul caso Einhorn-Punch <https://www.fca.org.uk/publication/decision-notice/dn-einhorn-greenlight.pdf>

² Cfr. art. 6(3), Direttiva 2003/6/CE: “[g]li Stati membri dispongono che qualora un emittente, o una persona che agisca in suo nome o per suo conto, divulghi, nel normale esercizio del proprio lavoro o della propria professione o nell’adempimento delle proprie funzioni, qualsiasi informazione privilegiata ad un terzo ai sensi dell’articolo 3, lettera a), detto emittente abbia l’obbligo di dare integrale ed efficace divulgazione al pubblico di tale informazione, simultaneamente in caso di divulgazione intenzionale, tempestivamente in caso di divulgazione non intenzionale”. In proposito, la Corte di Giustizia ha avuto modo di statuire, nel noto caso Grongaard (C-384/02), che un’informazione si ritiene comunicata nel normale esercizio del lavoro, professione o nell’adempimento delle proprie funzioni, qualora (i) “*esista uno stretto legame tra la comunicazione e l’esercizio del suo lavoro, della sua professione o delle sue funzioni*”, (ii) “*tale comunicazione sia strettamente necessaria all’esercizio del suo lavoro, della sua*

coinvolti - essenzialmente, il *non disclosure agreement* - permettevano, da un lato, di *annullare* il carattere anti-giuridico della comunicazione dell'informazione privilegiata da parte dell'emittente, ovvero del terzo agente, dall'altro, di evitare la immediata comunicazione al pubblico della medesima³. Tali effetti sono sostanzialmente analoghi a quelli previsti dall'art. 11 Regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR").

Le scelte operate dal legislatore europeo anche in questo campo non presentano soluzioni di continuità rispetto alla generale impostazione della disciplina sugli abusi di mercato, che si fonda essenzialmente su due pilastri: (i) un sistema prevenzionistico di gestione e comunicazione delle informazioni privilegiate; (ii) un regime repressivo di rilievo amministrativo e penale. Sotto il primo profilo, la disciplina dei sondaggi origina e si sviluppa nell'ambito dei noti processi di *selective disclosure*, confermando la sensibilità al rischio di sfruttamento delle informazioni privilegiate e il carattere eccezionale della comunicazione all'esterno, per la quale sono richieste condizioni di stretta pertinenza e necessità. Sotto altro profilo, i sondaggi sono sintomatici del trend evolutivo della disciplina, che segna un nuovo punto di equilibrio nel bilanciamento tra esigenze di repressione e principio di presunzione dell'innocenza⁴. L'investitura normativa oggi conferita a questa prassi, rimasta sostanzialmente inalterata anche nello schema proposto dal legislatore europeo, arricchisce la materia degli abusi di una ulteriore ipotesi di esenzione *lato sensu*, che si aggiunge ai casi, ben più rilevanti, di *safe harbour* e pratiche di mercato ammesse, e alle fattispecie di esenzione in via presuntiva introdotte con le condotte legittime di cui all'art. 9 MAR. La portata esimente di cui è dotata la disciplina dei sondaggi è tuttavia minore, sia sotto l'aspetto soggettivo sia sotto quello oggettivo, rispetto ai casi di *safe harbour* e pratiche di mercato ammesse per le quali valgono, rispettivamente, l'esonero⁵ per tutti gli agenti interessati dai divieti di abuso di informazioni, illecita comunicazione e manipolazione,

professione o delle sue funzioni", tenendo in considerazione "che la detta eccezione al divieto di comunicare informazioni privilegiate deve ricevere un'interpretazione restrittiva" e "che ogni comunicazione supplementare può aumentare il rischio di uno sfruttamento di tali informazioni a fini contrari alla direttiva 89/592", nonché "della delicatezza dell'informazione privilegiata".

³ Cfr. art. 6(3), Direttiva 2003/6/CE: "[l]e disposizioni di cui al primo comma non si applicano qualora la persona che riceve l'informazione sia soggetta ad un obbligo di riservatezza, sia esso legale, regolamentare, statutario o contrattuale".

⁴ Nel caso Spector Photo (C-45/08) la Corte di Giustizia ha stabilito che l'art. 2, n. 1, della Direttiva 2003/6/CE non prevede alcun elemento psicologico, con ciò giustificando la possibilità di presumere la commissione dell'abuso di informazione privilegiata dalla riunione degli elementi costitutivi della norma: il possesso dell'informazione e l'esecuzione di un'operazione. Tuttavia, la stessa Corte ha osservato come siffatta presunzione non possa pregiudicare per ciò solo i diritti fondamentali e, in particolare, il principio della presunzione d'innocenza, sancito all'art. 6, n. 2, CEDU.

⁵ Cfr. Considerando 11 MAR: "La negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati al fine della stabilizzazione di valori mobiliari o la negoziazione di strumenti finanziari propri in programmi di riacquisto (buy-back) possono essere giustificate per ragioni economiche e dovrebbero quindi, in talune circostanze, essere esonerate dai divieti nei confronti degli abusi di mercato, a condizione che le attività siano svolte con la necessaria trasparenza, comunicando le informazioni pertinenti riguardo alla stabilizzazione o al programma di riacquisto".

e la disapplicazione del divieto di manipolazione del mercato⁶. Come meglio si vedrà nel prosieguo, l'effetto protettivo dei sondaggi si produce esclusivamente in capo ai *comunicatori* - ad esempio, l'emittente o il terzo che agisce in suo nome o per suo conto - così risultando limitato alla sola fattispecie dell'illecita comunicazione. Nulla, invece, è previsto con riguardo ai *riceventi* l'informazione privilegiata, i quali continuano ad essere esposti - con rischio a proprio carico - all'eventuale configurazione dell'abuso di informazioni e dell'illecita comunicazione. Inoltre, a differenza dei casi di cui all'art. 9 MAR, ove la disciplina pone in favore degli operatori di mercato (negoziatori, investitori, ecc.) la presunzione di *non aver effettuato operazioni sulla base di una informazione privilegiata* (anche se posseduta), per espressa previsione normativa gli interpellati nell'ambito di un sondaggio non possono avvalersi, neanche in via presuntiva, della qualificazione dell'informazione (come non privilegiata) effettuata dall'emittente.

La concreta capacità *protettiva* della nuova disciplina sui sondaggi di mercato, e con esso il miglior funzionamento del mercato finanziario⁷, sono funzione diretta della corretta applicazione della relativa normativa e, ancor prima, del grado di certezza delle regole di cui si compone. Da questo punto di vista, lo sforzo del legislatore europeo è stato notevole, essendo stati emanati, oltre alle disposizioni di cui all'art. 11 MAR, il Regolamento di esecuzione (UE) 959/2016 e il Regolamento delegato (UE) 960/2016, nonché il Final Report ESMA (ESMA/2015/1455) e gli Orientamenti ESMA relativi al Regolamento sugli abusi di mercato (ESMA/2016/1477 IT). Ciononostante, l'elevato tecnicismo delle norme e l'ampio spettro della casistica interessata possono sollevare dubbi di natura interpretativa, soprattutto in fase di prima attuazione. Lo scopo di questo commento è quello di analizzare, senza pretese di esaustività, alcuni tra i principali elementi della disciplina, nel tentativo di fissare taluni concetti chiave su cui fondare le basi per una corretta applicazione.

2. Il sondaggio quale ipotesi condizionata di esenzione dalla fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate

Il fulcro della disciplina dei sondaggi di mercato è rappresentato dalla sua portata *lato sensu* esimente, là dove è previsto che la comunicazione di informazioni privilegiate effettuata nel corso di un sondaggio di mercato possa considerarsi come realizzata nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione (art. 11(4)).

⁶ Cfr. Considerando 42 MAR: “Fatte salve la finalità del presente regolamento e le sue disposizioni direttamente applicabili, una persona che compie operazioni o inoltra ordini di compravendita che possano essere configurati come manipolazione del mercato può essere in grado di dimostrare che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o inoltrare tali ordini erano legittime, e che dette operazioni e ordini erano conformi alle prassi ammesse sul mercato in questione”.

⁷ Tale funzione elettiva dei sondaggi emerge al 32° considerando del MAR secondo il quale i sondaggi “possono essere particolarmente utili quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (*benchmarks*) pertinenti o sono volatili. Pertanto, la capacità di svolgere sondaggi di mercato è importante per il corretto funzionamento dei mercati di capitale e tali sondaggi non dovrebbero essere considerati abusi di mercato”.

Sotto tale aspetto, il sondaggio altro non è che una esemplificazione legislativa della più ampia esenzione prevista all'art. 17(8) in materia di *selective disclosure*. A differenza del regime ordinario, però, il sondaggio di mercato assurge ad ipotesi di esenzione dalla fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate qualora siano rispettate le condizioni afferenti l'esame dell'informazione e la registrazione, che si collocano tanto nella fase antecedente quanto in quella successiva l'effettuazione del sondaggio.

“In particolare, prima di effettuare un sondaggio di mercato, un “partecipante al mercato che comunica informazioni” (*disclosing market participant*, “DMP”) è, anzitutto, tenuto ad esaminare se ciascuna informazione trasmessa nel sondaggio di mercato comporterà la comunicazione di informazioni privilegiate, registrandone l'esito” (art. 11(3)). In secondo luogo, il DMP è tenuto ad (i) ottenere il consenso dei potenziali investitori (anche definiti come *market sounding recipients*, “MSR” o “interpellati”) a ricevere le informazioni privilegiate; (ii) ad informare l'MSR del divieto di utilizzare le informazioni per l'acquisizione/cessione, nonché per la cancellazione o la modifica di un ordine già inoltrato concernente strumenti finanziari cui si riferiscano tali informazioni; (iii) ad informare l'MSR dell'obbligo di mantenere riservate le informazioni privilegiate a lui comunicate per il tramite del sondaggio (art. 11(5)). Inoltre, “[i]l partecipante al mercato che comunica le informazioni effettua e conserva 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) del primo comma e l'identità dei potenziali investitori ai quali le informazioni sono state comunicate comprese, ma non limitatamente, le persone giuridiche e le persone fisiche che agiscono per conto del potenziale investitore, nonché la data e l'ora di ogni comunicazione. Il partecipante al mercato che comunica le informazioni trasmette la registrazione all'autorità competente su richiesta” (art. 11(5)).

L'analisi delle norme in commento evidenzia come la previsione secondo cui il DMP, prima di effettuare la comunicazione, “informa la persona che riceve il sondaggio di mercato che, accettando di ricevere le informazioni, ha l'obbligo di mantenere riservate tali informazioni” (art. 11(5)(d) MAR) assolva all'obiettivo di garantire coerenza con il complessivo impianto della normativa. In tale modo, in particolare, è assicurato il rispetto di quella particolare condizione che permette, in ipotesi di *selective disclosure*, di derogare al principio generale che imporrebbe la comunicazione al pubblico dell'informazione *condivisa*, quanto prima possibile. L'art. 17(8) prevede, infatti, che un “emittente, [...] o un soggetto che agisca in suo nome o per suo conto [...] ha l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tale informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale”, a meno che la persona che riceve dette informazioni sia sottoposta ad un obbligo di riservatezza di natura “legislativa, regolamentare, statutaria, contrattuale”.

Sul fronte degli effetti imputabili agli interpellati, non si verifica, di contro, alcuna esenzione dalle fattispecie illecite loro potenzialmente riconducibili (comunicazione

illecita e abuso di informazione privilegiata). Il MSR, infatti, (a) si obbliga esplicitamente a non divulgare a terzi le informazioni privilegiate ricevute e (b) viene informato del divieto di utilizzare le informazioni per l'acquisizione/cessione, nonché per la cancellazione o la modifica di un ordine già inoltrato. Neanche la qualificazione dell'informazione come non privilegiata, effettuata dal DMP, è in grado di proteggere il MSR poiché lo stesso è comunque tenuto ad effettuare una propria valutazione circa la natura dell'informazione ricevuta, assumendo *in toto* il rischio di eventuali propalazioni dell'informazione ovvero del suo utilizzo per finalità di investimento.

3. Elementi della disciplina: definizione, morfologia dell'informazione e destinatari della disciplina

Il MAR non riserva ai sondaggi di mercato una definizione formale, ma ne tratteggia, nella sostanza, gli elementi costitutivi: ai sensi dell'art. 11(1) un sondaggio è (a) una comunicazione di informazioni, (b) a uno o più potenziali investitori, (c) anteriormente all'annuncio di un'operazione, (d) al fine di valutarne l'interesse per una possibile operazione e le relative condizioni.

I. La formulazione della norma prevede che l'oggetto del sondaggio sia rappresentato da qualsiasi tipo di informazione. In realtà, non tutte le informazioni relative direttamente o indirettamente ad un emittente possono rientrare nella particolare disciplina dei sondaggi di mercato. Le concrete caratteristiche delle informazioni per le quali è possibile, o necessario, applicare la disciplina dei sondaggi vanno infatti ricercate all'interno del sistema.

Un primo elemento a tal fine utile si rinviene dalla stessa nozione di sondaggio ricavabile dall'art. 11(1) sopra richiamata: tanto il riferimento temporale all'*operazione* (che sancisce l'ultimo momento utile in cui il sondaggio può essere effettuato) quanto l'ulteriore richiamo, nell'ambito delle finalità, all'interesse in una possibile *operazione*, delimitano - sotto il profilo contenutistico - l'oggetto dell'informazione, che deve giocoforza riguardare la realizzazione di un'operazione di mercato. Molte informazioni, seppur privilegiate, non concernono affatto operazioni di mercato: si pensi ai contenziosi significativi e alla variazione dei membri degli organi sociali⁸. Queste

⁸ Cfr. "Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market" (CESR/06-562): "*operating business performance; changes in management and supervisory boards; changes in auditors or any other information related to the auditors' activity; decisions to increase or decrease the share capital; restructurings or reorganizations that have an effect on the issuer's assets and liabilities, financial position or profits and losses; decisions concerning buy-back programmes or transactions in other listed financial instruments; changes in the class rights of the issuer's own listed shares; filing of petitions in bankruptcy or the issuing of orders for bankruptcy proceedings; significant legal disputes; revocation or cancellation of credit lines by one or more banks; dissolution or verification of a cause of dissolution; relevant changes in the assets' value; insolvency of relevant debtors; - reduction of real properties' values; - physical destruction of uninsured goods; - new licences, patents, registered trade marks; - decrease or increase in value of financial instruments in portfolio; decrease in value of patents or rights or intangible assets due to market*

informazioni non sono suscettibili, *per definizione*, di rientrare nell'ambito applicativo della disciplina dei sondaggi. Assumeranno, invece, rilevanza operazioni quali aumenti di capitale, emissione di titoli di debito, warrant, o altri strumenti finanziari, le operazioni sottostanti ai cambi di controllo che presuppongono la ricerca di un acquirente, così come la vendita o la disposizione di partecipazioni, *asset* significativi, succursali o rami d'azienda (per le quali si riscontrano, nella prassi, modalità di svolgimento che presuppongono la valutazione preliminare dell'interesse degli acquirenti)⁹.

Per altro verso, non tutte le operazioni di mercato possono costituire oggetto di un'informazione rilevante ai sensi della disciplina sui sondaggi. Non lo sono, ad esempio, le operazioni di riacquisto di azioni proprie, che seppur esemplificative di una tipica informazione privilegiata, non richiedono - qualora vengano eseguite sul mercato regolamentato a prezzi e quantitativi ordinari¹⁰ - alcuna controparte da interpellare in via preliminare con l'intento di *tastarne* l'interesse. Difetta, nel caso di specie, il ricorso ad un metodo di acquisto o vendita basato, appunto, sulla valutazione preliminare dell'interesse da parte di potenziali controparti. Tuttavia, non ogni *consultazione* degli investitori da parte di un emittente, che presenti (soltanto) questo requisito, può assurgere ad informazione rilevante nel campo dei sondaggi: si pensi alle operazioni di conversione forzata di strumenti di debito (*contingent convertible bond, soft mandatories*, ecc.) o di equity (azioni di risparmio in azioni ordinarie) che spesso presuppongono un confronto preliminare con i possessori di tali titoli. Queste rappresentano certamente l'oggetto di informazioni di natura privilegiata, ma non sono tuttavia assimilabili ad una operazione di mercato in termini di investimento (il quale si è già realizzato all'atto della sottoscrizione di tali prodotti).

Razionalizzando tali preliminari riflessioni emerge che il generico riferimento alla comunicazione di informazioni, dall'oggetto apparentemente indeterminato, debba essere arricchito da taluni elementi qualificanti che contribuiscono a specificarne il contenuto, limitandolo soltanto a particolari fattispecie: (a) in negativo, l'informazione non può concernere fatti, eventi o circostanze estranei ad una operazione di mercato; (b) l'operazione deve implicare, per caratteristiche, l'impiego di un metodo di esecuzione basato sulla valutazione preliminare dell'interesse degli investitori; (c) l'operazione

innovation; receiving acquisition bids for relevant assets; innovative products or processes; serious product liability or environmental damages cases; changes in expected earnings or losses; relevant orders received from customers, their cancellation or important changes; withdrawal from or entering into new core business areas; relevant changes in the investment policy of the issuer; ex-dividend date, dividend payment date and amount of the dividend; changes in dividend policy payment”.

⁹ Cfr. “Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market” (CESR/06-562): “*operations involving the capital or the issue of debt securities or warrants to buy or subscribe securities; mergers, splits and spin-offs; purchase or disposal of equity interests or other major assets or branches of corporate activity; changes in control and control agreements”.*

¹⁰ Rientrerebbe, invece, nella nozione di operazione di mercato il *buy back* realizzato attraverso *block trades* o RABB.

deve consistere nella realizzazione di un investimento da parte dei DMP¹¹ o degli interpellati (in questo senso la locuzione “potenziali investitori” non può limitarsi ad intercettare soltanto i *compratori* di titoli, ma va estesa a qualsiasi controparte che operi sia in vendita sia in sottoscrizione/acquisto).

Ciò detto in merito al contenuto dell’informazione, e al corretto significato da attribuire al concetto di “operazione” di mercato, è ora necessario indagarne l’eventuale natura privilegiata. La lettera della norma suggerisce di ritenere che la disciplina dei sondaggi non riguardi le sole informazioni privilegiate, ma si estenda - entro i limiti sopra segnalati - anche alle informazioni non aventi carattere privilegiato. Depongono in favore di tale ricostruzione i riferimenti alle semplici “informazioni” che si rinvencono nell’ambito della definizione degli obblighi di esame e registrazione che l’art. 11(3) impone in caso di comunicazione realizzata per il tramite di un sondaggio. Emblematica, da questo punto di vista, è la previsione di una doppia fattispecie (x) comunicazione di informazioni privilegiate e (y) comunicazione di informazioni non privilegiate, contenuta nel Regolamento delegato 2016/960, all’art. 3, ove sono regolate le differenti dichiarazioni da rendere nel corso del sondaggio di mercato, prima della comunicazione.

Fermo quanto precede, in realtà, sotto il profilo degli effetti che il sistema ricollega alla fattispecie “sondaggio”, la cifra distintiva della disciplina si riconosce proprio nella possibilità di sottrarre, legittimamente, la condivisione di tali informazioni dalla fattispecie di illecita comunicazione (e di evitare altresì l’immediata comunicazione al pubblico). Tuttavia, la scelta di assoggettare agli obblighi di esame e registrazione tutte le informazioni, anche quelle non privilegiate, presenta l’indubbio vantaggio di *recuperare* l’effetto protettivo connesso alla disciplina anche in caso di errata qualificazione dell’informazione da parte dell’emittente. Tale attitudine è ancor più accentuata se si considera che il sistema impone agli interpellati di condurre una autonoma valutazione circa la natura dell’informazione ricevuta, in modo da rafforzare la prevenzione sulla commissione di abusi che possano originare dall’imprecisa qualificazione dell’informazione da parte dell’emittente (v. *infra*).

II. I destinatari della normativa sono rappresentati dai DMP. Si tratta della categoria dei soggetti che beneficiano della disciplina dei sondaggi di mercato (per tale ragione, definiti anche come *market sounding beneficiaries* “MSB”) e degli ulteriori soggetti che agiscono in nome e per conto di questi. Ai DMP è permesso di valutare l’interesse di potenziali investitori in una data operazione, annullando il rischio che la condivisione di informazioni dal carattere privilegiato possa tradursi nella commissione di una indebita comunicazione. Il MAR prevede un elenco chiuso, anche se potenzialmente vasto, di DMP: “a) un emittente; b) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità o valore tali da distinguere l’operazione dalle normali

¹¹ A stretto rigore l’investimento verrebbe effettuato dai beneficiari il sondaggio di mercato, ossia da quella sottocategoria dei DMP composta dall’emittente, dall’offerente sul mercato secondario, e dal partecipante al mercato delle quote di emissione.

negoiazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori; c) un partecipante al mercato delle quote di emissioni; oppure d) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera a), b) o c)” (art. 11(1)).

Le categorie di cui alle lett. a) e c) non necessitano di particolari chiarimenti¹², mentre le lettere che suscitano maggiore interesse sono indubbiamente la b) e la d).

La categoria degli offerenti sul mercato secondario (lett. b)) costituisce un elemento *pivotal* dell’intera disciplina, poiché permette di razionalizzare sia i soggetti che possono effettuare il sondaggio, sia le attività concretamente riferibili a ciascuno di essi. Anzitutto, l’offerente è soggetto diverso dall’emittente e da qualsiasi terzo legato allo stesso da rapporti di natura contrattuale, in virtù dei quali svolge una o più attività di compravendita di titoli nell’interesse dell’emittente.

Per sottrazione, dunque, i soggetti previsti dalla lett. d), combinata alla lett. a) (emittente), sono rappresentati dai negoziatori, esecutori di ordini e collocatori che vendono o acquistano sul mercato titoli per conto dell’emittente. Gli offerenti, inoltre, è previsto che agiscono esclusivamente sul mercato secondario, e cioè al di fuori dei casi di prima emissione e di relativa sottoscrizione. Tale aspetto contribuisce a connotare ulteriormente i soggetti e le attività sopra menzionati. Rileveranno, pertanto, ai sensi della lett. d), combinata alla lett. a) (emittente), tanto le operazioni realizzate sul mercato primario - IPO, aumenti di capitale, emissione di titoli di debito, ibridi, ecc. - quanto le operazioni di vendita o acquisto sul mercato secondario, quali *accelerated book building* (“ABB”) e *reverse accelerated book building* (“RABB”) di titoli dell’emittente, ovvero operazioni ai blocchi.

Ne risulta che gli offerenti sul mercato secondario possano essere identificati in tutti quei soggetti che intendano vendere o acquistare titoli di un emittente quotato, in un certo ammontare e secondo certe modalità: e.g. in particolare, gli azionisti qualificati dell’emittente. Non sono infrequenti, infatti, le operazioni di dismissione di rilevanti pacchetti azionari poste in essere dagli azionisti di maggioranza di emittenti italiani

¹² Art. 3(1)(21) “emittente”: “un soggetto giuridico di diritto privato o pubblico, che emette o si propone di emettere strumenti finanziari che, in caso di certificati rappresentativi di strumenti finanziari, corrisponde all’emittente dello strumento finanziario rappresentato”. Per strumenti finanziari, ai sensi dell’art. 2(1) si intendono: “[...] a) gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; b) gli strumenti finanziari negoziati su un MTF, ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un MTF; c) gli strumenti finanziari negoziati su un OTF; d) gli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) o c), il cui prezzo o valore dipende da uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti finanziari differenziali”. Art. 3(1)(20): “partecipante al mercato delle quote di emissioni”: “chiunque effettua operazioni, incluso l’inoltro di ordini di compravendita, in quote di emissioni, prodotti oggetto d’asta sulla base di tali quote o derivati connessi, e che non usufruisce di un’esenzione ai sensi dell’articolo 17, paragrafo 2, secondo comma”.

tramite ABB¹³. Va da sé che gli esecutori materiali dell'attività di collocamento sul mercato secondario, nel caso dell'ABB (o del RABB), ovvero della negoziazione o dell'esecuzione ai blocchi, rientreranno nell'ambito della lett. d) in connessione con la lett. b).

La norma limita la portata del generico riferimento all'attività degli offerenti sul secondario - che prescinde, come visto, dallo svolgimento di specifici servizi di investimento - attraverso la previsione di due elementi: (i) le quantità e i valori offerti devono essere tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni, e (ii) il metodo di vendita deve basarsi sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori. A ben guardare, si tratta di elementi dalla portata generale, suscettibili di applicazione in tutte le fattispecie concrete analizzate, che prescindono dalla natura del soggetto che si propone di realizzare l'operazione (emittente ovvero offerente). Tale considerazione appare più chiara nei suoi contorni, se si analizza l'interpretazione offerta dall'ESMA in materia di *block trade*, ossia di ordini concernenti strumenti finanziari effettuati per un ammontare rilevante rispetto al controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti su un mercato regolamentato. L'ESMA ha chiarito che “[u]ndertaking a block trade can be compared to (and may amount to) a placing. Critically, as these involve very large blocks of instruments being offered at a discount to the prevailing market price, it may be necessary to sound out potential investors with what may be inside information before proceeding with the block trade itself” (4.2.2.68). Le caratteristiche sostanziali della negoziazione ai blocchi - quantitativi elevati e prezzi *ad hoc* - rendono pertanto irrilevante la forma tecnica (negoziazione o esecuzione di ordini) attraverso la quale essa si estrinseca, risultando per converso compatibile, in particolare, con la circostanza (che è presupposto applicativo della disciplina) secondo cui l'operatività dell'offerente debba implicare un “metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori”¹⁴. Tali prerogative sono

¹³ Si considerino i seguenti casi riportati su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/accelerated-bookbuild-157.htm>. Romano Minozzi annunciava il 21 maggio 2013 (a mercati chiusi) l'avvio del collocamento di una quota pari al 5,3584% del capitale di Terna. La conclusione dell'operazione veniva annunciata il 22 maggio 2013 ad un prezzo di € 3,35 per azione ordinaria, pari ad uno sconto del 4,62% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Lo stesso giorno il titolo Terna chiudeva la seduta in calo del 3,36%. Assicurazioni Generali annunciava il 3 aprile 2013 (a mercati chiusi) l'avvio del collocamento di una quota fino a 13.666.593 azioni ordinarie di Banca Generali, rappresentanti circa il 12% del capitale sociale della banca. La conclusione dell'operazione veniva annunciata il 4 aprile 2013 ad un prezzo di € 13,55 per azione ordinaria, pari ad uno sconto del 7,13% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Lo stesso giorno il titolo Banca Generali chiudeva la seduta in calo del 5,07%. La famiglia Della Valle il 15 dicembre 2010 annunciava di aver ceduto ad investitori istituzionali un pacchetto di 3.060.000 azioni (pari al 10% del capitale) Tod's S.p.A. Il prezzo era stato fissato a 76 euro, con uno sconto del 9,53% rispetto alla chiusura del titolo del giorno precedente. Il 15 dicembre 2010 il titolo Tod's chiudeva la seduta in calo dell'8,93%.

¹⁴ “Market soundings related to and conducted prior to undertaking a block trade [...] will usually take place in cases where blocks are so significant that their size, in relation to the average trading volume or market capitalisation, would impede their execution within the average trading day or where the

riscontrabili sia nel caso in cui l'operazione ai blocchi venga effettuata per conto di un emittente, sia nel caso in cui la medesima operazione venga effettuata nell'interesse di un azionista rilevante.

Con riguardo alla categoria residuale di soggetti previsti dalla lett. d), di cui in parte si è detto, l'ESMA ha precisato che “*acting on behalf of or on the account of [...] should include situations where a third party, in order to prepare a transaction in which it is acting at the request of a MSB, sounds out potential investors with a view to determining the characteristics of the transaction. The third party is acting at the request of the MSB if it is taking part in the transaction under the MSB's mandate*” (4.2.1.66). Al contrario, “[s]ituations where a DMP questions investors on its own initiative, without being mandated by the MSB, should not be considered as market soundings under Article 11 of MAR”. Gli elementi introdotti in sede interpretativa dall'ESMA sono sostanziali e non si limitano a prevedere la semplice esistenza di un “mandato”, scritto o orale¹⁵, tra il MSB e il DMP, ma parrebbero richiedere altresì la partecipazione attiva del terzo agente all'operazione. Ciò significherebbe, ad esempio, che una *investment bank* che agisce in qualità di semplice *advisor* finanziario di un emittente nell'ambito di un aumento di capitale, prestando attività consulenziale in materia di *corporate restructuring* e *financing*, strutturazione dell'operazione, *pricing* e valutazione del mercato, potrebbe non essere ritenuta un soggetto che agisce per conto dell'emittente, qualora non facesse parte del consorzio di collocamento e garanzia costituito per la realizzazione dell'offerta al pubblico. In altri termini, sembrerebbe che la figura dell'*advisor* diverso dal collocatore, che agisce sulla base di un mandato per conto e nell'interesse di un emittente, non possa ricorrere all'applicazione della disciplina dei sondaggi con ciò restando escluso dall'effetto protettivo a questa connesso.

4. Il sondaggio di mercato e le OPA

La norma prevista in materia di OPA costituisce un caso estensione della disciplina sui sondaggi di mercato, in quanto accorda l'estensione della stessa a soggetti che - a rigore - non rientrerebbero nel novero dei DMP in qualità di destinatari¹⁶. La *ratio* di tale

information about the block trade would be likely to have a significant effect on the price of the financial instrument” (4.2.2.69).

¹⁵ Tali previsioni rispondono all'esigenza di regolare le fasi, sovente concitate, che precedono operazioni finanziarie, il cui successo risulti estremamente sensibile all'interesse del mercato; proprio in virtù delle ristrettezze temporali che caratterizzano le condizioni di svolgimento del *market sounding*, non è infrequente che i sondaggi si svolgano in assenza di accordi scritti fra il DMP, che “agisce in nome e per conto” del MSB, e l'MSB, o addirittura all'insaputa del MSB “*to assess whether the time is right to pitch an idea to an issuer*” (4.2.1.67).

¹⁶ Per la verità, una possibile breccia sarebbe già prevista dal sistema. Infatti, la categoria degli offerenti sul mercato secondario è composta anche da quei soggetti che intendono acquistare un pacchetto significativo di strumenti dell'emittente, ai blocchi ovvero con qualsiasi altra modalità compatibile con la *ratio* della disciplina (ivi inclusa l'offerta pubblica di acquisto), nonostante il riferimento letterale ai

intervento *ampliativo* si rinviene nel fatto che l'operazione prospettata - OPA o fusione - e, di guisa, anche le relative informazioni condivise nella fase preliminare con i potenziali investitori (i.e. i potenziali oblati), sono idonee ad incidere significativamente sui prezzi degli strumenti degli aventi diritto, ovvero, in una prospettiva differente, potrebbero essere utilizzate da un investitore ragionevole (*rectius* razionale) per realizzare operazioni di investimento. In altri termini, le informazioni relative ad un'OPA o ad una fusione costituiscono informazioni di natura privilegiata che riguardano *indirettamente* un emittente, ed in quanto tali presentano tutte le prerogative e le implicazioni che giustificano l'applicazione della disciplina in esame¹⁷.

In via preliminare, pare opportuno chiarire il significato del riferimento all'ipotesi di fusione contenuto all'art. 11(2): *“la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di una persona che intenda realizzare un'offerta pubblica di acquisto rispetto a titoli di una società o una fusione con una società di aventi diritto ai titoli, rappresenta altresì un sondaggio di mercato, a condizione che: [...]”*. In particolare, il testo in lingua italiana non permette di comprendere se la locuzione “fusione con una società di aventi diritto ai titoli” debba riferirsi ad una fusione proposta nell'ambito di una offerta pubblica di acquisto, ovvero se la stessa sia dotata di una propria autonomia. L'analisi del testo in lingua francese chiarisce come il riferimento alla fusione debba intendersi nel senso che può costituire un sondaggio di mercato la comunicazione di informazioni privilegiate effettuata da una persona che ha l'intenzione di proporre agli aventi diritto ai titoli (ossia agli azionisti) una fusione con un emittente¹⁸. La fattispecie, dal punto di vista teorico, dovrebbe essere quella in cui una società formula una proposta rivolta agli azionisti di una società quotata affinché questi assumano le necessarie determinazioni in sede assembleare in merito alla fusione tra le due entità.

Passando al contenuto della disciplina, nell'estendere le regole in materia di sondaggi di mercato anche alle suddette fattispecie, l'art. 11(2) prevede il soddisfacimento di due condizioni tra di loro concorrenti: (a) le informazioni devono essere necessarie per consentire agli aventi diritto ai titoli di formarsi un'opinione sulla propria disponibilità ad offrire i loro titoli; e (b) la volontà degli aventi diritto di offrire titoli deve essere ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta. A differenza delle

“potenziali investitori” farebbe supporre, a prima vista, una limitazione in favore delle sole operazioni di vendita da parte dei DMP.

¹⁷ La disciplina MAR lascia comunque impregiudicate le *“disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, alle operazioni di fusione e alle altre operazioni aventi conseguenze sulla proprietà o sul controllo di un'impresa che sono regolamentate dalle autorità di controllo nominate dagli Stati membri ai sensi dell'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE, la quale prevede obblighi supplementari oltre agli obblighi del presente regolamento”* (art. 23(3), MAR).

¹⁸ *“la communication d'informations privilégiées par une personne ayant l'intention de faire une offre publique d'achat sur les titres d'une société ou de proposer une fusion avec une société, aux parties ayant des droits sur les titres, [...]”*. Neanche il testo in lingua inglese appare chiaro nella sua formulazione *“disclosure of inside information by a person intending to make a takeover bid for the securities of a company or a merger with a company to parties entitled to the securities, [...]”*.

ipotesi *base*, nelle quali non è richiesto che le informazioni condivise siano *necessarie* per consentire ai potenziali investitori di formarsi un'opinione sull'operazione - anche se, non può non osservarsi, come il fine ultimo del sondaggio sia intimamente collegato a tale aspetto - nel caso in esame viene espressamente richiesto che l'informazione sia idonea (in quanto, ad esempio, sufficientemente dettagliata) a consentire un'adeguata valutazione da parte degli eventuali oblati. L'elemento di cui alla lett. (b) costituisce l'evoluzione, *mutatis mutandis*, del requisito delle finalità proprie del sondaggio, ossia quello di valutare l'interesse dei MSR alla prospettata operazione. Non è sufficiente la mera esigenza costituita dalla conoscenza dell'orientamento dell'interesse dei potenziali investitori, ma è richiesto che la volontà degli aventi diritto sia ragionevolmente in grado di determinare l'*an* stesso del lancio dell'offerta pubblica d'acquisto.

Con riguardo a tale disciplina speciale, vengono in rilievo due differenti aspetti, che attengono al coordinamento tra le suddette norme e le regole in materia di offerte pubbliche di acquisto.

Un primo interrogativo che si pone è entro quale limite temporale - rispetto allo svolgimento tipico di un'OPA - e per quale durata, possa essere svolto un sondaggio di mercato. Tenuto conto di quanto sopra, si ritiene che il promotore un'offerta pubblica d'acquisto possa avvalersi della disciplina dei sondaggi sino a quando non sia stata efficacemente *promossa* l'offerta mediante la presentazione alla Consob del relativo documento¹⁹. In un'ottica di massima prudenza, il sondaggio non dovrebbe protrarsi oltre la comunicazione della decisione, ovvero non sia stato reso pubblico il configurarsi dell'obbligo di promuovere un'OPA. Se, infatti, le condizioni di legittimità del sondaggio sono costituite (i) dalla (stretta) necessità e (ii) dalla ragionevole necessità in relazione, rispettivamente, al formarsi dell'opinione sulla disponibilità ad offrire i titoli da parte degli aventi diritto, e alla determinazione della volontà di presentare l'offerta, il momento conclusivo del sondaggio non può che esaurirsi in corrispondenza dell'assunzione ufficiale della decisione (l'*an*) in merito al lancio dell'offerta e al suo divenire irrevocabile, e dunque definitiva nei contenuti, rispetto agli aventi diritto che intendano aderirvi.

Al riguardo, viene in rilievo un'ulteriore disposizione e un collaterale interrogativo. L'art. 44, Regolamento Emittenti, prevede che durante lo svolgimento dell'offerta, ossia prima dello scadere del periodo di adesione, possano essere presentate offerte concorrenti, le quali devono rispettare determinate disposizioni di natura procedimentale e sostanziale. In tali casi, la medesima disposizione prevede la possibilità di modificare le condizioni delle offerte concorrenti o di rilanciarle.

¹⁹ La disciplina nazionale individua i seguenti momenti chiave connessi alle OPA: (i) la decisione (o il sorgere dell'obbligo) di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (art. 102, comma 1, TUF); (ii) la promozione tempestiva dell'offerta, in corrispondenza della quale deve essere presentato alla Consob il documento d'offerta, perché questo sia approvato (art. 102, comma 3, TUF); (iii) la pubblicazione del documento d'offerta, che ne avvia lo svolgimento e il decorre del periodo di adesione (art. 103, TUF, art. 40, Regolamento Emittenti).

Dal confronto fra le concise indicazioni in materia di OPA e il dettato dell'art. 11(2) MAR, potrebbe ipotizzarsi l'applicazione della disciplina dei sondaggi di mercato anche alle fasi che precedono la pubblicazione delle modifiche delle offerte concorrenti ovvero dei rilanci. In altri termini, i soggetti che realizzano i sondaggi in materia di OPA/fusione potrebbero "sondare" gli aventi diritto ai titoli, ogniqualvolta si presentasse l'intenzione di rilanciare un'offerta, beneficiando della tutela offerta dalla disciplina del MAR. Un'interpretazione estensiva parrebbe confacente alla *ratio* e alle caratteristiche proprie della disciplina. Tuttavia, una tale espansione, in presenza di un regime già derogatorio di per sé, si scontra con la formulazione letterale della norma, che farebbe dunque preferire, anche in un'ottica prudenziale, un approccio più restrittivo, volto ad individuare i destinatari della norma nelle sole persone che "*intend[ono] realizzare un'offerta pubblica di acquisto*". In tale prospettiva, l'esenzione accordata dalla disciplina dei sondaggi potrebbe essere cautelativamente limitata alle sole fasi prodromiche al lancio dell'offerta o di una offerta concorrente.

5. Una norma di chiusura che rafforza il sistema prevenzionistico

La valutazione della natura privilegiata delle informazioni contenute in un sondaggio di mercato occupa un ruolo di assoluta centralità nell'economia degli obblighi di esame, registrazione e comunicazione previsti in capo a tutti i soggetti coinvolti nel sondaggio. Consolidando un'impostazione tipica dell'intera disciplina sugli abusi di mercato, il MAR prevede, infatti, che: "*[i]n deroga alle disposizioni del presente articolo, la persona che riceve il sondaggio di mercato valuta autonomamente se è in possesso di informazioni privilegiate o quando cessa di essere in possesso di informazioni privilegiate*" (art. 11(7)).

Sulla scorta dell'esperienza maturata con riguardo all'attività di *wall-crossing*²⁰, e in un'ottica ancor più prevenzionistica, la disciplina dei sondaggi di mercato non ricollega alla qualificazione dell'informazione fornita dal DMP alcuna efficacia esimente in favore degli interpellati (ecco, per questo che il rapporto con safe harbour e prassi ammesse va chiarito meglio - v. *supra*). Infatti, a prescindere dall'esito della valutazione condotta ai sensi dell'art. 11(3), i MSR non sono esentati dallo svolgere una valutazione autonoma ed indipendente circa la natura delle informazioni ricevute. Tale norma opera in una duplice direzione: (a) la condivisione di una informazione privilegiata non comporta automaticamente alcuna restrizione dell'operatività nel caso in cui il potenziale investitore ritenga, a sua discrezione, che non ricorrano i presupposti per qualificare, contrariamente alla valutazione del DMP, l'informazione come privilegiata; viceversa, (b) la condivisione di una informazione ritenuta non privilegiata a parere del DMP, non elimina altrettanto automaticamente il rischio che l'eventuale operatività del potenziale investitore possa configurare abuso di informazione privilegiata, in quanto l'informazione ricevuta, al di là della qualificazione attribuita dal DMP, potrebbe effettivamente configurarsi come un'informazione privilegiata.

²⁰ Si veda, in particolare, la vicenda Einhorn-Punch (nota 1).

Non a caso, le disposizioni circa le comunicazioni che i DMP devono trasmettere agli interpellati, a qualunque livello della legislazione²¹, non contemplano in alcun modo che l'accettazione a ricevere un'informazione qualificata come privilegiata dal DMP obblighi, sotto il profilo contrattuale, il MSR ad astenersi dall'operatività. Pertanto, la scelta dei MSR di effettuare o meno operazioni sugli strumenti finanziari, alle quali si riferiscono le informazioni contenute nel sondaggio, potrebbe dipendere unicamente dall'esito della valutazione che questi effettuano quando accettano di sottoporsi al sondaggio²².

Mentre, dunque, non pare plausibile che sussista un obbligo di natura contrattuale (nel senso che la disciplina non lo richiede espressamente) a ch  il MSR si astenga dall'operare sugli strumenti ai quali si riferisce l'informazione privilegiata ricevuta - in quanto il DMP informa semplicemente il MSR del divieto di operare (al pari dei propri *insider* interni iscritti nell'elenco di cui all'art. 18 MAR) -, dall'altro, si ritiene che l'interpellato, accentuando di ricevere le informazioni (*wall-crossing*), si impegni esplicitamente nei confronti del DMP - perch  cos    previsto dalla normativa - a mantenere riservate dette informazioni. In tale caso, non sembrerebbe possibile ipotizzare la *rottura* (unilaterale) del *non disclosure agreement* in virt  del diverso esito della valutazione sulla natura dell'informazione condotta dall'interpellato. Il vincolo contrattuale legherebbe pertanto il MSR anche l  dove questo non concordi con la qualifica dell'informazione comunicata dal DMP. Di contro, in linea di massima - e solo nel caso in cui non sia stato assunto un apposito impegno in tal senso (non richiesto dalla normativa) - l'interpellato potrebbe operare qualora non ritenga sussistente il carattere privilegiato, assumendo il rischio della sola commissione dell'abuso di informazione, e non anche quello dell'inadempimento contrattuale.

6. Il *cleansing*: superfetazione della disciplina?

La disciplina dei sondaggi impone un obbligo *conclusivo* ai DMP, i quali devono comunicare ai MSR, "*non appena possibile*", il venir meno del carattere privilegiato delle informazioni *condivise*. Tale norma pare non proporzionata e, in concreto, non idonea al raggiungimento dello scopo che si prefigge.

In primo luogo, rileva la circostanza secondo cui il venir meno del carattere privilegiato di una informazione   il pi  delle volte connesso alla divulgazione della stessa. Come correttamente notato dalla FSA nella nota vicenda Einhorn "*Once a third party agrees to be wall crossed, it can be provided with inside information and it is then restricted*

²¹ Anche la normativa di attuazione si limita a prescrivere che le informazioni trasmesse per il tramite di sondaggi di mercato rispettino requisiti quantitativi, "*insieme standard di informazioni*", e qualitativi, seguendo un ordine prestabilito, distinti a seconda che il sondaggio di mercato comporti o meno la comunicazione di informazioni privilegiate (cfr. art. 3, Reg. del. 2016/960).

²² A questo proposito, l'ESMA stabilisce che i MSR "*prendendo in considerazione come fattori rilevanti la valutazione del DMP e tutte le informazioni disponibili ai singoli individui, ruoli od organi incaricati presso il MSR di svolgere tale valutazione, ivi incluse le informazioni ottenute da fonti diverse dal DMP*" (ESMA/2016/1477 IT).

*from trading. The party is only able to trade in the company's shares again once the information it has been given is made public. In the context of a transaction, the information will be made public either when the transaction is announced to the market, or in cases where a transaction does not proceed, when an announcement is made to the market stating that a transaction was contemplated, but did not proceed. This announcement may be referred to as a cleansing statement*²³.

È pertanto l'annuncio al pubblico dell'informazione privilegiata in sé, che permette al MSR di apprendere la variazione della natura dell'informazione che ha ricevuto nel corso del sondaggio. Non è ipotizzabile, infatti, che il MSR non sia in grado di ricollegare le informazioni ricevute nell'ambito del sondaggio ad un dato emittente e a specifici titoli, posto che l'informazione per essere considerata privilegiata deve possedere il carattere della precisione²⁴. D'altronde, se l'informazione condivisa con il potenziale investitore non fosse sufficientemente precisa quest'ultimo non potrebbe propagarla illecitamente né tantomeno abusarne. Inoltre, non a caso, la normativa di esecuzione prevede che, nell'insieme standard di informazioni comunicate nel quadro dei sondaggi di mercato, il DMP includa anche, *“se possibile, una stima del momento in cui le informazioni cesseranno di essere informazioni privilegiate, i fattori che possono modificare tale stima e, in ogni caso, le informazioni sul modo in cui la persona che riceve il sondaggio di mercato sarà informata di qualsiasi modifica della stima”* (art. 3(3), Reg. del. 2016/960). Tale momento non può che riferirsi, come precisato dall'ESMA²⁵, alla data in cui l'informazione verrà indicativamente resa pubblica²⁶.

²³ FSA Decision Notice del 15 febbraio 2015, paragrafi 3.8-3.12.

²⁴ La definizione di informazione privilegiata - già risalente alla Direttiva 2003/6/CE, e rinvenibili nel dettato dell'art. 7, MAR - poggia su tre elementi fondamentali: la precisione, la non pubblicità e l'idoneità ad influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari, cui direttamente o indirettamente essa sia concernente. Nell'eventualità in cui la realizzazione di una particolare circostanza (o futuro evento) necessiti di un processo prolungato per concretizzarsi, *“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 considerate come informazioni aventi carattere preciso”*. Le condizioni che caratterizzano la *“precisione”* dell'informazione sono a) il *“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 b) il fatto che *“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 finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni”* (cfr., art. 7(2) MAR).

²⁵ *“In order to foster clarity for potential investors as to the estimated date at which the information disclosed will cease to be inside information (e.g. because the transaction has become public), DMPs should include in the standard set of information, where possible, an estimation of when the information will cease to be inside information, the factors that may alter such estimation and the manner in which the person receiving the market sounding will be informed of any change in such an estimation”*.

²⁶ La finalità di questa disposizione non attiene comunque al processo di *cleansing*, bensì è concepita allo scopo di permettere al MSR di valutare, anche sulla base della temporalità delle restrizioni derivanti dalla condivisione dell'informazione, se accettare o meno la partecipazione al sondaggio.

Non convincono le considerazioni formulate dall'ESMA in merito alla intrinseca capacità di *cleansing* della comunicazione al pubblico nei confronti del MSR: “ESMA does not consider it appropriate to presume that the DMP has complied with its obligation under Article 11(6) of MAR only because the transaction the receivers were sounded about has been made public. Depending on the characteristic of the transaction and the information disclosed, the information disclosed during the market sounding may still be, at least partially, inside information”. L'ipotesi evidenziata dall'ESMA sembra avere una dimensione più teorica che pratica. È infatti difficile ipotizzare, allo stato, un caso in cui sia possibile estrapolare, dal medesimo contesto, due o più informazioni dal carattere privilegiato, al di là del caso di scuola in cui il sondaggio abbia ad oggetto, ad esempio, la realizzazione di un'operazione di patrimonializzazione per 1 miliardo di Euro, successivamente annunciato al mercato per il 50% di tale ammontare. Pare concludente, sul punto, il dettato dell'art. 11(7) nella parte in cui rimette comunque all'autovalutazione dell'interpellato il giudizio circa la cessazione del carattere privilegiato dell'informazione.

Sono infine da considerarsi residuali le ipotesi in cui l'informazione cessa di avere carattere privilegiato in ragione della mancata realizzazione dell'operazione. In questo caso, tale informazione non sarebbe di pubblico dominio, e il MSR dovrebbe necessariamente conoscerla per evitare di restare sottoposto all'obbligo di non divulgazione e di astenersi dall'operatività a tempo indeterminato. Questo quadro suggerirebbe l'adozione di un obbligo di aggiornamento in capo al DMP in merito alle circostanze che possano incidere sulla valutazione del MSR (e, dunque, sulla natura dell'informazione) piuttosto che di un *cleansing* formale. Va inoltre evidenziato come il *cleansing* operi soltanto nell'ipotesi in cui l'informazione comunicata sia stata considerata dal DMP come privilegiata, trascurando tutti quei casi in cui sia il MSR a considerare, contrariamente alla valutazione del DMP, l'informazione come privilegiata, con le conseguenti esigenze di aggiornamento che sono state rilevate.