

Giugno 2017

L'adeguamento alla nuova disciplina europea sugli abusi di mercato: le principali modifiche ai regolamenti Consob

Claudio Di Falco e Nicole Puppieni, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Ad esito di una consultazione pubblica, che ha raccolto un numero significativo di contributi, la Consob ha recentemente approvato¹ alcune modifiche al proprio regolamento in materia di emittenti² e, in misura minore, a quelli in materia di mercati e di parti correlate³ al fine di adeguare tali strumenti normativi al nuovo regime europeo in materia di abusi di mercato introdotto, con vigenza dal 3 luglio 2016, dal c.d. MAR⁴ e dai relativi regolamenti delegati. In occasione della pubblicazione degli esiti di tale consultazione, la Consob ha pubblicato un nuovo documento di consultazione, riguardante la proposta di adozione di due Guide Operative aventi ad oggetto la “*Gestione delle informazioni privilegiate*” e le “*Raccomandazioni di investimento*” al fine di fornire ai destinatari della nuova disciplina una sorta di manuale operativo per la corretta applicazione delle norme del MAR⁵. Il termine per sottoporre commenti a questa seconda consultazione è appena scaduto. Proviamo a riassumere brevemente alcuni aspetti significativi emersi in occasione di queste iniziative della Commissione per adeguare la disciplina regolamentare italiana alle regole europee di recente applicazione.

IL MAR

Come noto il MAR ha abrogato la c.d. MAD (direttiva 2003/6/CE – *Market Abuse Directive*). Pur confermando in gran parte l'impianto della disciplina prevista nella MAD, il MAR ha introdotto significativi cambiamenti che hanno un impatto sulla portata e sul contenuto della disciplina in tema di abusi di mercato.

¹ Con delibera n. 19925 pubblicata nella Gazzetta Ufficiale del 14 aprile 2017.

² Regolamento CONSOB adottato con delibera del 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato (il “Regolamento Emittenti”).

³ Regolamento CONSOB concernente la disciplina dei mercati adottato con delibera del 29 ottobre 2007, n. 16191; e regolamento CONSOB in materia di operazioni con parti correlate adottato con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221, come successivamente modificati.

⁴ Regolamento UE n. 596/2014 sugli abusi di mercato (*Market Abuse Regulation* o “MAR”).

⁵ Nel medesimo senso, si ricorda che anche le autorità di altri Stati Membri (Francia, Germania, Regno Unito e Paesi Bassi), hanno avvertito l'esigenza di fornire linee guida in sede di prima applicazione di MAR.

Innanzitutto, essendo un regolamento di diretta applicazione, il MAR si applica direttamente negli Stati Membri senza che siano richieste misure attuative domestiche, con ciò aumentando significativamente il livello di armonizzazione della disciplina degli abusi di mercato a livello europeo. Inoltre l'ambito di applicazione della disciplina è stato ampliato in modo significativo – rispetto a quello della MAD – prevedendo l'applicazione della stessa, oltre che agli strumenti negoziati sui mercati regolamentati, anche agli strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione (“MTF”) e su sistemi organizzati di negoziazione (“OTF”). Pertanto, anche gli emittenti che non hanno azioni o obbligazioni negoziate su un mercato regolamentato, ma che hanno chiesto o acconsentito alla negoziazione, ad esempio, di una propria obbligazione su un MTF (ad es. ExtraMOT) sono soggetti alla disciplina prevista dal MAR.

Qui di seguito ci limitiamo a ricordare le principali novità legate all'introduzione del MAR:

- *Modifica della definizione di “informazione privilegiata”*: le informazioni possono assumere carattere privilegiato (con conseguente obbligo di *disclosure* al pubblico) anche prima che un dato evento o circostanza si siano verificati, quando si possa ragionevolmente ritenere che gli stessi si verificheranno.
- *Espansione della disciplina dell’internal dealing*: da un lato, l'applicazione della disciplina è estesa anche agli emittenti i cui titoli sono negoziati su MTF (ad es. emittenti AIM) ovvero siano in attesa delle necessarie autorizzazioni a seguito del deposito di una richiesta di ammissione e, dall'altro, le operazioni oggetto di comunicazione sono quelle effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione dell'emittente e dalle persone a questi strettamente legate.
- *Disciplina dei sondaggi di mercato o market sounding*: il MAR disciplina la consolidata prassi del *wall-crossing*. Ai sensi delle nuove disposizioni, un emittente, un offerente ovvero un terzo che agisce in nome e per conto di questi, rispettando una procedura ben definita dal MAR, può comunicare informazioni, anche privilegiate, a uno o più potenziali investitori, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, senza che si configuri una “*comunicazione illecita di informazioni privilegiate*”.
- *Safe harbour dal market abuse*: in aggiunta all'esenzione di cui sopra in materia di sondaggi di mercato, sono stati introdotti alcuni *safe harbour* che consentono a determinate condotte, in specifiche circostanze, di non ricadere nella fattispecie di abuso di informazioni privilegiate ovvero di manipolazione del mercato. In particolare, ai sensi del MAR non si desume che un soggetto, in possesso di informazioni privilegiate, abbia utilizzato tali

informazioni (compiendo quindi un abuso di informazioni privilegiate) qualora la condotta di quest'ultimo si configuri come una c.d. “*condotta legittima*”. Parimenti, non si configura l'illecito della manipolazione del mercato qualora l'operazione potenzialmente manipolativa sia giustificata da legittimi motivi e sia conforme a “*prassi di mercato*” ammesse dall'autorità competente.

Le Guide Operative Oggetto di Nuova Consultazione

Con le Guide Operative oggetto di consultazione, la Consob si propone di mettere a disposizione degli operatori un *handbook* che sia di supporto nel costruire manuali operativi aziendali, affiancandosi e non sovrapponendosi alle indicazioni fornite dall'ESMA principalmente con lo strumento del Q&A. L'autorità ha preso l'impegno di aggiornare le Guide Operative in modo da eliminare tempestivamente le parti che dovessero essere incoerenti con le eventuali nuove indicazioni fornite dall'ESMA. A tal fine, è prevista una revisione delle Guide con cadenza almeno semestrale.

Gestione delle informazioni privilegiate. La prima Guida Operativa riguarda la gestione delle informazioni privilegiate e si concentra, in particolare, sulle procedure organizzative interne dell'emittente che portano alla pubblicazione delle informazioni privilegiate.

Tali procedure, che contemplano anche l'individuazione di funzioni aziendali dedicate, coprono non soltanto la fase finale della pubblicazione dell'informazione privilegiata ma anche le fasi ben antecedenti nelle quali l'emittente identifica le c.d. “informazioni rilevanti” (da inserirsi in un apposito registro o *Relevant Information List*) che solo in un secondo momento assumeranno la natura di informazioni privilegiate e dovranno essere pubblicate. A tal fine, la Guida Operativa individua cinque momenti del processo aziendale volto alla identificazione e “protezione” delle informazioni rilevanti e alla successiva pubblicazione di tali informazioni una volta che queste hanno assunto il carattere di informazioni privilegiate e sono venuti meno i presupposti dell'eventuale ritardo della comunicazione. Le cinque fasi identificate sono:

- T1 individuazione delle specifiche informazioni rilevanti, partendo dalla mappatura dei flussi informativi rilevanti;
- T2 monitoraggio della circolazione di tali informazioni attraverso le unità organizzative aziendali, attraverso “una specie di *Insider List*, denominata *Relevant Information List* (“*RIL*”);
- T3 individuazione del momento in cui la specifica informazione rilevante diviene privilegiata, e conseguente segregazione dell'informazione privilegiata, attivazione dell'*Insider List*, e decisione in merito alla pubblicazione ovvero al ritardo della stessa;

- T4 pubblicazione dell'informazione privilegiata o, in alternativa, monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione;
- T5 pubblicazione dell'informazione privilegiata al venir meno delle condizioni che consentono il ritardo.

Oltre a fornire alcuni utili spunti per identificare il momento a partire dal quale l'informazione assume natura privilegiata, la Guida Operativa fornisce chiarimenti sulle modalità di attivazione della procedura del ritardo – di cui si riconosce il carattere “fisiologico” – ovvero sulle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, riconoscendo, comunque, che “*il momento in cui l'informazione veniva abitualmente pubblicata nell'ambito della previgente disciplina appare tutt'oggi adeguato*”.

La Guida Operativa tratta, altresì, la procedura finalizzata alla segregazione dell'informazione privilegiata mediante l'attivazione dell'*insider list* e conferma che, ai sensi del MAR, tale obbligo grava solo sull'emittente (e non anche sui consulenti – avvocati, revisori, banche d'affari, etc. – che agiscono in nome e/o per conto dello stesso che, per questo motivo, dovranno essere indicati nell'*insider list* dell'emittente). Con riferimento alla sezione degli “accessi permanenti” dell'*insider list* dove vengono indicati i soggetti che per il loro ruolo all'interno dell'emittente hanno accesso a tutte le informazioni privilegiate sin dalla loro origine, la Guida Operativa specifica che in tale sezione dovrebbe essere presenti un numero estremamente basso di persone (ad es. l'amministratore che non rivesta incarichi esecutivi non dovrà essere inserito).

Raccomandazioni di investimento. La seconda Guida Operativa tratta il tema della corretta presentazione delle raccomandazioni d'investimento, la comunicazione al pubblico di interessi particolari e di conflitti di interesse, nonché la descrizione delle condizioni al cui ricorrere la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento.

La Guida Operativa evidenzia il fatto che, al fine di valutare la riconducibilità delle informazioni diffuse al pubblico o destinate ai canali di distribuzione al *genus* delle raccomandazioni di investimento e di conseguenza l'applicabilità delle disposizioni di cui al MAR, non rilevano le forme e le modalità di elaborazione/diffusione delle stesse, ma solo il loro contenuto. Per questi motivi, un'informazione sarà considerata una raccomandazione di investimento qualora la stessa sia in grado di raccomandare o consigliare, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento in relazione ad uno o più emittenti strumenti finanziari, a prescindere dalle modalità in cui la stessa è stata elaborata/diffusa. Tra le novità più interessanti contenute nella Guida Operativa, tra i canali di comunicazione attraverso i quali possono viaggiare le raccomandazioni di investimento, oltre all'*e-mail* e alle telefonate, la Consob individua espressamente anche gli SMS e i messaggi via *Whatsapp*.

Con riferimento agli obblighi informativi finalizzati alla corretta presentazione delle raccomandazioni (*i.e.*, *disclosure* di interessi particolari e di conflitti di interesse), la Guida Operativa chiarisce che, nel rispetto del principio di proporzionalità, tali obblighi possano differire in relazione alla forma/modalità di diffusione della raccomandazione stessa. In particolare, nel caso di raccomandazioni di lunghezza ridotta, sono previste modalità più snelle per comunicare le informazioni richieste rispetto all'indicazione delle stesse all'interno della raccomandazione di investimento. Per alcune informazioni sarà, infatti, sufficiente indicare nella raccomandazione “*il luogo dove accedere direttamente, agevolmente e gratuitamente, alle informazioni*” di cui è richiesta la divulgazione anche sotto forma di *link* alla sezione del sito dell'intermediario dove sono contenute tali informazioni.

Qualora sussistano condizioni e circostanze tali da far ritenere la presenza di informazioni erranee o parziali ovvero la non corretta informazione del pubblico, la Consob ha il potere di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento. Le situazioni in cui si giustificava l'intervento della Consob erano elencate nella precedente formulazione dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti. Il medesimo articolo, come oggi novellato, si limita a descrivere il potere dell'autorità di vigilanza, senza evidenziare alcuna condizione per il suo esercizio. Per questi motivi, la Guida Operativa precisa che si debba ritenere tuttora valida l'indicazione fornita nella previgente formulazione dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti e, pertanto, la descrizione delle condizioni di intervento della Consob è stato riportato all'interno Guida Operativa stessa.

Le Principali Modifiche al Regolamento Emittenti

Nonostante, come detto, la disciplina degli abusi di mercato contenuta nel MAR non richieda misure attuative in quanto direttamente applicabile nei singoli Stati Membri, la sua entrata in vigore nel luglio 2016 ha reso necessario un intervento da parte della Consob per adeguare le misure regolamentari nazionali con la nuova normativa. In sede di adeguamento sono emersi alcuni temi significativi che riassumiamo di seguito.

Ritardo nella comunicazione

Come noto, il MAR disciplina il tema del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate prevedendo – da un lato – che l'emittente che ritiene di ritardare tale comunicazione debba fornire all'autorità competente una spiegazione scritta sulle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni in presenza delle quali il ritardo è consentito ai sensi dell'art. 17, comma 4, del MAR, e – dall'altro lato – lasciando agli Stati Membri l'opzione di prevedere che tale spiegazione sia fornita solo ove richiesta dall'autorità competente.

Vari contributi sottoposti in sede di consultazione hanno espresso l'opportunità che l'ordinamento italiano eserciti tale opzione, permettendo così di limitare i costi per gli emittenti, in termini di produzione di documentazione ed effettuazione di adempimenti

anche con riferimento al ritardo di comunicazioni che non presentano alcun profilo critico, senza, però, sacrificare l'efficacia dell'intervento dell'Autorità nel monitorare il rispetto da parte degli emittenti stessi della disciplina in tema di ritardo.

La Commissione, tuttavia, non ha ritenuto di potere esercitare tale opzione – sebbene sembri ne condivida l'opportunità – reputando a questo fine necessaria l'adozione di una norma primaria in quanto l'opzione è attribuita dal MAR agli “*Stati Membri*” e non utile l'ampia delega che la norma primaria vigente⁶ già le attribuisce.

Gli emittenti italiani dovranno quindi attendere un auspicabile intervento legislativo con cui l'Italia potrà esercitare l'opzione che è stata già esercitata in altri paesi (quali, ad esempio, Francia e Regno Unito).

Emittenti strumenti finanziari diffusi

Con riferimento agli obblighi di *disclosure* delle informazioni privilegiate previsti dal MAR si è posto il problema dell'applicabilità o meno di questi obblighi agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante (come definiti dalla normativa italiana). Come noto, questa categoria non rientra nell'ambito applicativo del MAR qualora gli strumenti finanziari non siano negoziati su un MTF. Per questi motivi, la Consob ha concluso che la disapplicazione degli obblighi di *disclosure* delle informazioni privilegiate previsti dalla normativa italiana primaria⁷ e la diretta applicazione delle disposizioni del MAR, non operi nei confronti di questa categoria di emittenti. In aggiunta, per garantire maggiore trasparenza del mercato e tutela per gli investitori, senza aggravare questa tipologia di emittenti con nuovi oneri, la Consob ha confermato che le disposizioni regolamentari in materia di comunicazione al pubblico degli “*eventi e circostanze rilevanti*”⁸ (abrogate in favore dell'applicazione diretta del MAR) continueranno ad applicarsi agli emittenti strumenti finanziari diffusi.

Obblighi di comunicazione degli azionisti rilevanti

In sede di consultazione sono state rilevate numerose criticità circa il mantenimento degli obblighi di notifica delle operazioni poste in essere da azionisti rilevanti, ossia da coloro che detengono una partecipazione superiore al 10% nel capitale sociale dell'emittente. In effetti, tali obblighi non sono previsti dal MAR, che si limita a stabilire un obbligo di comunicazione in capo ai *manager* e alle persone ad essi collegate.⁹

La Consob ha, comunque, confermato gli obblighi di comunicazione previsti in capo agli azionisti rilevanti, applicando ad essi un regime semplificato e parallelo rispetto a quanto previsto dall'art. 19 del MAR, e chiarendo che:

⁶ Art. 114, comma 3, del Decreto Legislativo 58 del 1998 (“TUF”).

⁷ Art. 114, comma 1 e 2 del TUF.

⁸ Art. 109 e ss. del Regolamento Emittenti.

⁹ Art. 19 MAR.

- (i) sono venuti meno gli obblighi di comunicazione delle operazioni inerenti alle azioni quotate e non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato;
- (ii) è confermato il sistema delle esenzioni già contemplate, con particolare riferimento alle operazioni riconducibili ai portafogli di negoziazione;
- (iii) è confermato il mantenimento della facoltà per i soggetti rilevanti e le persone a loro associate, di delegare all'emittente quotato la notifica a Consob delle operazioni compiute¹⁰;
- (iv) gli obblighi previsti dall'art. 114, comma 7, TUF, non si applicano qualora gli azionisti rilevanti o i soggetti ad essi collegati siano già tenuti a notificare le operazioni ai sensi del MAR.

Operazioni dei manager

È stato confermato che il divieto di *internal dealing* nei *closed period* previsto dall'articolo 19 del MAR non si estende alle operazioni che il *manager*, in qualità di rappresentante dell'emittente, effettua su titoli dell'emittente stesso, il che – come sottolineato nei commenti di Assonime – avrebbe comportato di impedire l'operatività degli emittenti su titoli propri per lunghi periodi durante l'anno.

Operazioni di stabilizzazione e acquisto di azioni proprie

Il MAR prevede alcune esenzioni dai divieti di abuso di mercato (c.d. *safe harbour*) in relazione all'acquisto di azioni proprie nell'ambito dei programmi di c.d. *buyback* (riacquisto), ovvero nel caso di operazioni di stabilizzazione.

In particolare il “*Divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate*” e il “*Divieto di manipolazione del mercato*” previsti dal MAR non trovano applicazione in relazione: (i) all'acquisto di azioni proprie in presenza di interessi meritevoli di tutela (operazioni sul capitale, conversione di altri strumenti, *incentive plans*), dell'adozione di talune cautele (tra cui *disclosure* al pubblico e all'autorità) nonché del rispetto di determinati limiti di prezzo e quantitativi; e (ii) ai programmi di stabilizzazione che rispettino determinate condizioni (durata, trasparenza e prezzo).

In occasione del coordinamento tra le norme del Regolamento Emittenti e il MAR, la Consob ha notato che ai fini dell'esenzione della disciplina del *market abuse* in occasione di acquisto di azioni proprie e operazioni di stabilizzazione, possono sussistere dei casi in cui le contemplate operazioni perseguano delle finalità diverse da quelle contemplate dal MAR (ad es. investimento della liquidità disponibile, attività di *trading*, costituzione di un magazzino titoli da utilizzare in occasione di operazioni di finanza

¹⁰ Art. 152-*octies*, comma 3, del Regolamento Emittenti.

straordinaria). Per questi motivi la Consob ha chiarito che gli acquisti effettuati ai sensi del MAR sono soggetti agli obblighi di comunicazione di cui al MAR stesso mentre quelli effettuati fuori dall'ambito di applicazione del MAR devono essere comunicati secondo le modalità previste dalla normativa nazionale.

In aggiunta, con riferimento alla disciplina nazionale relativa all'acquisto di azioni della società controllante, la Consob ha sottolineato la diversa finalità perseguita da questa disposizione rispetto alle disposizioni del MAR. Queste ultime, da un lato, sembrerebbero infatti limitarsi *“ad individuare all'interno dell'ampio genus delle operazioni di ‘acquisto di azioni proprie’, una peculiare species di operazioni ‘non punibili’ quali abusi di mercato”*, dall'altro, le norme interne in questa fattispecie¹¹ mirano ad assicurare che una società, al momento di acquistare le proprie azioni dai propri soci – ovvero dai soci della controllante – non ne privilegi taluni a discapito di altri, sia con riferimento all'individuazione della controparte, sia per ciò che concerne la determinazione delle condizioni di prezzo e di quantità dell'operazione.

Pertanto, essendo le finalità (parità di trattamento tra i soci) diverse da quelle perseguite dal MAR e l'ambito soggettivo più ampio (in quanto ricomprende gli acquisti operati dalla società controllata), la Consob ha confermato il mantenimento delle disposizioni interne, con alcune modifiche per aggiungere nuove modalità coerenti con l'impostazione del MAR.

¹¹ Art. 132 TUF e art. 144-*bis* del Regolamento Emittenti.