

Proposte di modifica dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l'attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

24 OTTOBRE 2016

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 25 novembre 2016, *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno**,

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Premessa

Nella Sezione 1 del presente documento si fornisce una sintetica descrizione degli aspetti essenziali delle nuove disposizioni introdotte dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (“MAR”) e dai relativi atti di livello 2, a scopo illustrativo del contesto normativo in cui si inseriscono le proposte regolamentari contenute nella successiva Sezione.

MAR è stato approvato nell'aprile 2014, a seguito di una proposta della Commissione Europea dell'ottobre 2011 finalizzata a rafforzare la disciplina europea in materia di abusi di mercato, precedentemente regolata dalla Direttiva 2003/6/CE (“MAD 1”). MAR si applica in tutti i Paesi della UE a partire dal 3 luglio 2016.

MAR innova ed estende la disciplina precedentemente delineata da MAD 1 e allora incentrata sugli strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati per tener conto degli sviluppi dei mercati, quali i sistemi multilaterali di negoziazione (“MTF”) e i sistemi organizzati di negoziazione (“OTF”), e includendo nell'ambito pure le negoziazioni effettuate OTC, anche su *credit default swaps*. Peraltro,

rientrano nell'ambito di applicazione le operazioni sui mercati delle merci che possono avere effetti sui mercati finanziari, quelle sui mercati delle quote di emissione, nonché le condotte manipolative relative agli indici di riferimento (*benchmark*)¹.

Rimangono esenti dalla disciplina recata da MAR le operazioni effettuate ai fini di politiche monetarie, gestione del debito pubblico e climatiche (cfr. articolo 6 MAR), nonché le operazioni effettuate da un emittente nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione di strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico (cfr. oltre, par. 4).

MAR, inoltre, comporta una maggiore armonizzazione a livello europeo del sistema repressivo, richiedendo agli Stati membri di stabilire sanzioni amministrative, anche di natura pecuniaria, e dotare le autorità competenti di adeguati poteri di indagine e di intervento. MAR viene peraltro affiancato da una nuova disciplina europea delineata nella Direttiva 2014/57/UE ("MAD 2"), recante disposizioni concernenti il sistema sanzionatorio penale in materia di abusi di mercato.

L'armonizzazione delle regole in materia di abusi di mercato, sanzionate in via amministrativa, è realizzata grazie allo strumento del regolamento, direttamente applicabile in tutti gli Stati membri, in linea con l'obiettivo del "*single rulebook*". L'applicazione dei precetti di MAR, peraltro, è accompagnata da numerosi atti normativi di livello 2 adottati dalla Commissione Europea in forza di deleghe contenute in diverse disposizioni dello stesso MAR².

1.1. Abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e sondaggi di mercato [Articoli 7, 8, 9, 10 e 11 MAR]

Nella nuova normativa europea, la fondamentale definizione di informazione privilegiata è perfezionata rispetto alla disciplina previgente allo scopo di tener conto degli orientamenti giurisprudenziali in materia. L'articolo 7, paragrafo 2, MAR tratta infatti delle fattispecie c.d. "a formazione progressiva", mentre disposizioni specifiche continuano ad essere previste per la definizione di informazioni privilegiate relative a strumenti finanziari derivati su merci³ e all'esecuzione da parte di intermediari di ordini pendenti.

¹ In considerazione del rinvio dei termini di applicazione della normativa MiFID al 3 gennaio 2018 (cfr. regolamento (UE) 2016/1033), anche la disciplina in materia di abusi di mercato si applicherà da tale data limitatamente all'operatività su OTF, mercati di crescita per le PMI e mercati delle quote di emissione. Per facilitare la lettura, nei paragrafi che seguono si prescindere dal considerare tali sedi di negoziazione. Lo stesso regolamento (UE) 2016/1033 ha, altresì, rinviato al 3 gennaio 2018 l'applicazione degli obblighi di *reporting* degli MTF previsti dall'articolo 4, paragrafi 2 e 3, MAR, sugli strumenti finanziari che vengono ammessi alle negoziazioni o che cessano di essere negoziati. Quindi, la disciplina nazionale vigente in materia continuerà ad essere applicata fino al 2 gennaio 2018.

² Cfr. Sezione 5 "Appendice Normativa".

³ In data 30 settembre 2016 l'ESMA ha pubblicato, ai sensi dell'articolo 7, paragrafo 5, MAR, le linee guida ("orientamenti") per un elenco indicativo e non esaustivo delle informazioni privilegiate attinenti i mercati delle merci (ESMA/2016/1412).

Oltre alle fattispecie tipiche di abuso di mercato⁴ (per le quali MAR reca talune specificazioni), costituiscono, altresì, illeciti:

- l'uso di informazioni privilegiate per annullare o modificare un ordine immesso prima di entrare in possesso dell'informazione privilegiata (c.d. *insider non trading*, cfr. articolo 8, paragrafi 1 e 2, lettera b), MAR); è peraltro estesa la fattispecie consistente nel raccomandare o indurre altri al compimento di operazioni quando si è in possesso di informazioni privilegiate (c.d. *tuyautage*);
- l'utilizzo di una raccomandazione o induzione a operare allorché l'agente è a conoscenza, o dovrebbe essere a conoscenza, del fatto che la raccomandazione si fonda su di una informazione privilegiata (pur senza conoscere, pertanto, l'informazione privilegiata; articolo 8, paragrafo 3, MAR).

Inoltre, il considerando 24 MAR precisa che si presume l'"utilizzo" dell'informazione da parte di un investitore e, quindi, l'illecito se questi effettua operazioni mentre è in possesso di un'informazione privilegiata, salva la possibilità per l'incolpato di dimostrare il contrario⁵.

L'articolo 9 MAR codifica espressamente una serie di "condotte legittime", già previste nei *consideranda* della previgente MAD 1. Rimane salva, in ogni caso, la possibilità per l'autorità competente di accertare la natura illegittima e/o fraudolenta di dette condotte.

Le ipotesi di c.d. "condotta legittima" includono situazioni propriamente riferibili alla dimensione organizzativa e procedurale della persona giuridica⁶ nei casi in cui l'agente svolga correttamente attività di *market making* o intermediazione per conto terzi ovvero abbia conferito l'ordine prima di entrare in possesso di informazioni privilegiate, nonché nei casi in cui l'ordine sia funzionale al successo di un'operazione di M&A o costituisca parte della stessa informazione privilegiata.

Quanto alla condotta di *tipping*, che consiste nel comunicare informazioni privilegiate al di fuori del normale esercizio della propria ordinaria occupazione, professione o funzione, vanno evidenziate le nuove previsioni in tema di "*market soundings*", ossia del sondaggio di mercato effettuato dal "*disclosing market participant*", tipicamente, un intermediario incaricato di sondare la disponibilità di potenziali investitori a prendere parte ad un'operazione quale, ad esempio, un'OPA o un collocamento di strumenti finanziari con *accelerated bookbuilding*.

⁴ Gli articoli 184 e 187-*bis* del decreto legislativo n. 58/1998 ("TUF") sono entrambi rubricati "Abuso di informazioni privilegiate" e includono nel relativo comma 1, lettere a), b) e c), le tre fattispecie tradizionalmente denominate *insider trading*, *tipping* e *tuyautage*. Diversamente, MAR colloca nell'articolo 8, rubricato "Abusi di informazioni privilegiate", soltanto le fattispecie di *insider trading* e *tuyautage* e nell'articolo 10, rubricato "Comunicazione illecita di informazioni privilegiate", il *tipping*.

⁵ La precisazione in esame appare coerente con gli arresti giurisprudenziali in materia, cfr. sentenza della Terza Sezione del 23 dicembre 2009, causa C-45/08, Spector Photo Group NV e Chris Van Raemdonck contro CBFA.

⁶ Tali da escludere la responsabilità dell'ente, come d'altro canto è previsto nell'ordinamento nazionale, cfr. articolo 187-*quinquies* TUF e articoli 6 e 7 del decreto legislativo n. 231/2001.

L'articolo 11 MAR – dedicato ai “Sondaggi di Mercato” – e le relative misure di livello 2⁷ stabiliscono puntuali prescrizioni procedurali, il cui adempimento:

- integra, per gli autori del sondaggio e della comunicazione, una presunzione di legittimità della condotta, che si considera realizzata “*nel normale esercizio di un’occupazione, di una professione o di una funzione*” (articolo 11, paragrafo 4, MAR);
- rileva, per i destinatari della comunicazione, “*per dimostrare di essersi conformat[i] agli articoli 8 e 10 del presente regolamento.*”

1.2. Manipolazione del mercato e prassi di mercato ammesse [Articoli 12, 13 e 15 MAR]

Le fattispecie di manipolazione del mercato di tipo operativo e informativo sono confermate da MAR (cfr. articolo 12, paragrafo 1, lettere a), b) e c)), al pari degli esempi e degli indicatori di abuso (cfr. Allegato I). MAR sancisce, altresì, espressamente che il tentativo di abuso (cfr. articolo 15) e la condotta omissiva (cfr. articolo 2 e considerando 47) sono soggetti a sanzione.

Rispetto alle fattispecie di manipolazione del mercato di tipo operativo di cui alla lettera a), MAR sancisce la non sanzionabilità delle condotte giustificate da motivi legittimi e conformi a prassi di mercato ammesse dall’autorità nazionale competente.

Le principali novità rispetto al regime previgente riguardano la fattispecie di manipolazione del *benchmark* (cfr. articolo 12, paragrafo 1, lettera d)) e gli esempi di manipolazione operativa.

Nell’articolo 4 MAR e nell’Allegato II del Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione Europea⁸ sono forniti ulteriori indicatori ed esempi di manipolazione del mercato di cui alle lettere a) e b). Tra l’altro, sono indicate strategie basate sulla negoziazione tramite algoritmi (“*layering*”, “*smoking*”, “*stuffing*”, “*momentum ignition*”) e altre poste in essere, sia pure con finalità difensive, per scoprire quale sia la reale situazione del *book* di negoziazione (“*ping orders*”, “*phishing*”).

In merito alle prassi di mercato ammesse dalle autorità nazionali competenti, l’articolo 13 MAR ed il relativo Regolamento delegato (UE) 2016/908 recano una disciplina dettagliata sia per quanto attiene ai criteri di valutazione sia per quanto attiene alla procedura relativa al rilascio di una opinione formale dell’ESMA (seppur non vincolante) e alla procedura di arbitrato (vincolante) in caso di contestazione di una prassi ammessa da parte di un’altra autorità nazionale.

Inoltre, l’ESMA dovrà presentare ogni anno una relazione alla Commissione Europea sulle modalità di applicazione delle prassi ammesse nei mercati interessati.

Ai sensi dell’articolo 13, paragrafo 11, MAR le prassi di mercato previgenti potranno continuare ad essere applicate se l’autorità nazionale competente ha notificato le stesse all’ESMA entro il 12 settembre

⁷ Cfr. Regolamento delegato (UE) 2016/960 e Regolamento di esecuzione (UE) 2016/956. Il 13 luglio 2016 l’ESMA ha pubblicato gli orientamenti (linee guida) richiesti dall’articolo 11, paragrafo 11, MAR (“*Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*”, ESMA/2016/1130).

⁸ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0522&from=IT>.

2016⁹. La Consob ha provveduto a notificare all'ESMA le tre prassi ammesse con delibere n. 16839 del 19 marzo 2009 e n. 18406 del 13 dicembre 2012, attinenti all'attività di sostegno della liquidità del mercato (Prassi n. 1), l'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino titoli" (Prassi n. 2) e il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate (Prassi n. 3). L'ESMA valuterà le prassi secondo la procedura ordinaria.

1.3. Programmi di riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione [Articolo 5 MAR]

MAR e il Regolamento delegato (UE) 2016/1052 ricomprendono nel novero delle ipotesi di inapplicabilità dei divieti imposti da MAR (*safe harbour*) le operazioni di riacquisto di azioni proprie e le operazioni di stabilizzazione, effettuate con alcune specifiche finalità e conformemente alle disposizioni relative all'operatività e alle informazioni da fornire al pubblico (e all'autorità nazionale competente).

Le negoziazioni di azioni proprie e le operazioni di stabilizzazione effettuate in conformità a MAR e alle relative disposizioni attuative non possono pertanto costituire, in virtù di una presunzione assoluta, abusi di mercato.

Riguardo alle operazioni di riacquisto di azioni proprie, occorre che le finalità siano quelle di *i*) ridurre il capitale, *ii*) consentire la conversione di obbligazioni in azioni o *iii*) adempiere obblighi connessi all'assegnazione di azioni o *stock option* ad amministratori o dipendenti dell'emittente o di società collegate.

Nella nuova normativa è previsto che gli emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di proprie azioni solo in MTF pubblichino le informazioni con le medesime modalità previste per la pubblicazione di informazioni privilegiate (articolo 17, paragrafo 1; cfr. oltre, par. 6) e che le condizioni sullo "stoccaggio" possano essere soddisfatte con la pubblicazione delle informazioni nel sito internet.

Con riferimento ai limiti operativi, non possono essere conferiti o modificati ordini in fase di asta (anche di volatilità) e, nel caso in cui le azioni siano negoziate solo tramite asta, gli ordini non devono essere inseriti o modificati in prossimità della conclusione della stessa, in modo da lasciare agli altri partecipanti al mercato un congruo tempo per reagire. Inoltre, rispetto alla previgente disciplina, non sono più previste la possibilità di effettuare acquisti tramite derivati e la possibilità, in caso di estrema illiquidità delle azioni, di derogare al limite massimo giornaliero del 25% del totale degli scambi.

Se gli acquisti sono effettuati in più sedi di negoziazione, i limiti operativi dovranno essere riferiti ai parametri della sede di negoziazione in cui sono effettuate le operazioni. Tutte le informazioni sull'operatività devono essere fornite a tutte le autorità competenti sulle sedi di negoziazione in cui le azioni sono quotate.

⁹ Nella stessa notifica è stato precisato che l'aggiornamento delle menzionate prassi oggetto formerà oggetto di confronto con il mercato in una prossima consultazione pubblica.

L'articolo 4, paragrafo 1, del Regolamento delegato (UE) 2016/1052 conferma i divieti per l'emittente che abbia in corso operazioni di riacquisto di azioni proprie di effettuare, nel periodo rilevante, operazioni di vendita, nonché operazioni di acquisto nei *closed period* (cfr. oltre par. 8) e nei periodi in cui un'informazione privilegiata è oggetto di ritardo (cfr. oltre par. 6). I successivi paragrafi dell'articolo 4 del regolamento delegato confermano, comunque, le eccezioni ai suddetti divieti.

Riguardo alle operazioni di stabilizzazione, risultano confermati le condizioni e i limiti previsti dal Regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione Europea, abrogato da MAR, così come il principio che le operazioni di vendita, benché non coperte dal *safe harbour*, debbano essere effettuate minimizzando l'impatto sui prezzi correnti. Peraltro, una volta effettuate operazioni di vendita, i successivi acquisti non sono più coperti dall'esimente. Ciò implica che non è consentita la prassi del c.d. *refreshing the greenshoe*¹⁰.

Per semplificare le modalità di comunicazione, è previsto, infine, che i partecipanti alle attività di stabilizzazione indentifichino un solo soggetto responsabile per le comunicazioni al pubblico e alle autorità nazionali competenti.

Rimane fermo che le operazioni di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione condotte nella inosservanza delle condizioni di cui all'articolo 5 MAR, benché non assistite dalla presunzione di legittimità (*safe harbour*) ivi delineata, non integrano *ex se* abusi di mercato ma rimangono a tutti gli effetti soggetti alla normativa MAR.

1.4. Prevenzione e individuazione di abusi e segnalazione di ordini e operazioni sospetti (STOR) [Articolo 16 MAR]

MAR pone obblighi di segnalazione all'autorità competente di ordini e operazioni sospetti ("STOR") in capo a gestori di sedi di negoziazione e a chiunque predisponga o esegua operazioni a titolo professionale. Il perimetro di tali ultimi soggetti include, tra l'altro, i prestatori di servizi e attività di investimento, le società di gestione del risparmio e gli investitori istituzionali, quali le società di assicurazione, come l'ESMA ha di recente indicato nelle proprie Q&A¹¹.

¹⁰ Quando gli intermediari incaricati collocano più titoli di quanto inizialmente stabilito essi esercitano la cosiddetta "facoltà di sovrallocazione" prevista dal contratto di collocamento. In questo modo essi aprono una posizione corta, che può essere coperta tramite gli acquisti che effettuano sul mercato ai fini della stabilizzazione o grazie all'opzione *greenshoe*, che permette di acquistare titoli dall'offerente fino al 15% dell'offerta al prezzo di offerta.

Per evitare un utilizzo troppo aggressivo dell'attività di stabilizzazione il Regolamento delegato (UE) 2016/1052 stabilisce che la vendita di titoli acquistati durante l'attività di stabilizzazione non consente agli intermediari di effettuare qualsiasi ulteriore acquisto sul mercato sotto la protezione del *safe harbour*.

¹¹ Cfr. "Questions and Answers On the Market Abuse Regulation" (ESMA/2016/1129), all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-738_mar_qa.pdf.

Con riferimento ai gestori di sedi di negoziazione, MAR stabilisce l'obbligo di implementare sistemi e procedure utili alla prevenzione di abusi di mercato e alla identificazione di ordini e operazioni sospetti, nonché l'obbligo di segnalazione di questi ultimi.

Nel Regolamento delegato (UE) 2016/957 è specificato che i gestori di sedi di negoziazione nelle quali sono attivi investitori che operano con elevata frequenza tramite algoritmi devono, tra l'altro, dotarsi di *software* capaci di ricostruire l'evoluzione del *book* di negoziazione a più basse frequenze (“*slow motion replay tool*”), in modo da consentire una corretta valutazione dell'impatto degli ordini sospetti sul processo di formazione dei prezzi.

Con riferimento ai soggetti che predispongono o eseguono operazioni a titolo professionale, MAR conferma l'obbligo di segnalazione e richiede esplicitamente che essi si dotino di adeguati dispositivi, sistemi e procedure atti all'identificazione di ordini e operazioni sospetti. Il puntuale assolvimento degli obblighi di segnalazione, infatti, presuppone un adeguato assetto organizzativo interno.

I dispositivi e i sistemi di rilevamento devono essere opportunamente automatizzati, sia pure in funzione della dimensione dell'attività svolta, e generare *alert* che devono poi essere valutati da persone propriamente formate.

È consentita la possibilità di delegare le funzioni di monitoraggio dei dati e individuazione degli ordini e delle operazioni sospetti a società appartenenti al gruppo o, sotto certe condizioni, a terzi, rimanendo in ambedue i casi responsabili i soggetti tenuti all'adempimento degli obblighi previsti da MAR.

In generale, l'ambito oggettivo delle segnalazioni è esteso esplicitamente agli ordini che non hanno trovato esecuzione e include gli ordini indirizzati fuori dalle sedi di negoziazione (OTC). Rientrano nell'ambito di applicazione gli ordini conferiti per conti di proprietà e per clienti e fondi gestiti, come indicato nella citata Q&A dell'ESMA¹².

Il Regolamento di esecuzione specifica, altresì, che il soggetto obbligato deve mantenere evidenza per cinque anni delle motivazioni e delle analisi che lo hanno portato a segnalare o a non segnalare un ordine o un'operazione sospetti.

Inoltre, è richiesto che il soggetto obbligato non informi la persona che ha conferito l'ordine della circostanza che questi sia stato oggetto di segnalazione all'autorità competente.

Riguardo alla tempistica della segnalazione all'autorità competente, il Regolamento di esecuzione richiede che il soggetto obbligato sia in grado di spiegare il tempo intercorso tra la data di conferimento dell'ordine e quella della segnalazione.

È, infine, fornito in allegato al citato Regolamento di esecuzione un modello *standard* di segnalazione.

¹² Cfr. nota 11.

1.5. Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate [Articolo 17 MAR]

Gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o ammessi alle negoziazioni in MTF devono pubblicare le informazioni privilegiate quanto prima possibile e possono derogare a tale obbligo, ritardando la pubblicazione, solo se ricorrono contestualmente le tre condizioni indicate nell'articolo 17, paragrafo 4, MAR: a) l'immediata pubblicazione potrebbe pregiudicare i legittimi interessi dell'emittente, b) il ritardo non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico, c) l'emittente è in grado di mantenere la riservatezza delle informazioni.

Sotto il profilo soggettivo, risultano sottoposti alla disciplina anche gli emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di strumenti finanziari solo in MTF.

Sotto il profilo oggettivo, salva la citata deroga per il caso di ritardo, l'obbligo di divulgare l'informazione sorge sin dal momento in cui essa assume natura privilegiata, ossia quando un'informazione non ancora resa nota al pubblico ed in grado di avere effetti significativi sul prezzo di uno strumento finanziario acquisisce carattere preciso ai sensi dell'articolo 7, paragrafo 2, MAR. Pertanto non potrà più applicarsi l'attuale articolo 66, comma 1, RE (*v. infra*), che, riprendendo l'articolo 2, paragrafo 2, Direttiva 2003/124/CE (abrogata da MAR), consentiva all'emittente di ritardare la pubblicazione fino al "verificarsi" dell'evento sottostante all'informazione.

La disciplina europea si pone in linea di continuità con gli orientamenti della Corte di Giustizia dell'Unione Europea per cui nella qualificazione del carattere preciso dell'informazione l'espressione "*si possa ragionevolmente ritenere*"¹³ non postula "*la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi*" sottostanti all'informazione da valutare come privilegiata ma richiede "*che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno*"¹⁴.

L'obbligo di pubblicazione per l'emittente sorge, dunque, allorché la notizia assuma i contorni di una informazione sfruttabile in modo illecito.

Un'altra novità introdotta da MAR prevede che l'emittente, nel caso in cui decida di avvalersi della facoltà di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, debba successivamente comunicare all'autorità competente la circostanza di essersi avvalso di tale possibilità e fornire la spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni di cui al citato articolo 17, paragrafo 4, MAR consente allo Stato membro di stabilire che la spiegazione delle modalità sia comunicata all'autorità competente solo su richiesta della stessa e non automaticamente.

Sempre nell'ipotesi in cui l'emittente decida di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 indica una serie di adempimenti funzionali, tra l'altro, a

¹³ L'articolo 7, paragrafo 2, MAR così recita: "(...) si considera che un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà (...)".

¹⁴ Sentenza della Seconda Sezione del 28 giugno 2012, causa C-19/11, Markus Gelte contro Daimler A.G..

monitorare e a documentare la continua sussistenza delle condizioni che consentono il ritardo. Sono richieste:

- le registrazioni del momento (data e ora) in cui l'informazione ha assunto natura privilegiata, del momento in cui l'emittente ha deciso di ritardare la pubblicazione e del probabile momento in cui l'emittente pubblicherà l'informazione;
- le registrazioni dei nominativi delle persone responsabili delle decisioni di avviare e terminare il ritardo, del continuo monitoraggio della sussistenza delle condizioni che consentono il ritardo, della decisione di pubblicare l'informazione e di fornire le informazioni all'autorità competente;
- l'evidenza delle misure adottate per soddisfare le condizioni che consentono il ritardo, sia nel momento in cui è stato deciso sia successivamente; tra tali misure rientrano le procedure e le barriere informative poste in essere per evitare che persone che non necessitano di essere a conoscenza dell'informazione abbiano accesso alla stessa e per pubblicare prontamente l'informazione qualora venga meno la condizione di mantenere la riservatezza dell'informazione.

A *latere* della possibilità di ritardare la pubblicazione ai sensi del citato paragrafo 4, i successivi paragrafi 5 e 6 dell'articolo 17 MAR consentono all'emittente che sia ente creditizio o istituto finanziario di ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate quali quelle *“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”*.

Tale possibilità di ritardo è subordinata alla sussistenza di quattro condizioni: a) la comunicazione comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario, b) è nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione, c) è possibile garantire la riservatezza delle informazioni e d) l'autorità competente, sentita l'autorità di settore, autorizza il ritardo.

Come già indicato, sia nei casi di ritardo ai sensi del paragrafo 4 sia in quelli ai sensi del paragrafo 5, l'emittente deve pubblicare l'informazione quanto prima possibile se non può essere garantita la riservatezza dell'informazione. Il paragrafo 7 chiarisce che questa situazione si considera sussistente in presenza di *rumour* sufficientemente accurati.

Riguardo alle modalità di pubblicazione, l'articolo 17, paragrafo 1, MAR, richiede che esse siano idonee a consentire un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico e, almeno nel caso in cui lo strumento finanziario sia quotato in un mercato regolamentato, comportino l'utilizzo del meccanismo ufficialmente stabilito di cui all'articolo 21 della Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. Nel citato Regolamento di esecuzione sono indicate alcune condizioni di dettaglio.

1.6. Elenco delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate [Articolo 18 MAR]

Nei casi in cui gli emittenti non abbiano ancora provveduto alla pubblicazione delle informazioni privilegiate, essi sono soggetti all'obbligo di redigere e aggiornare l'elenco (già “registro”) delle persone che hanno accesso alle stesse.

Oltre che gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, nel nuovo regime sono soggetti all'obbligo anche gli emittenti strumenti finanziari quotati su propria richiesta o con propria autorizzazione in MTF.

Gli emittenti possono delegare l'istituzione e l'aggiornamento dell'elenco a soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, conservando comunque la piena responsabilità in caso di violazione delle disposizioni applicabili.

L'emittente deve, altresì, adottare ogni misura ragionevole per assicurare che tutte le persone indicate nell'elenco prendano atto, per iscritto, degli obblighi giuridici derivanti dall'aver accesso a informazioni privilegiate.

Le disposizioni del Regolamento di esecuzione (UE) n. 2016/347 introducono importanti novità nella gestione degli elenchi. In particolare, è richiesto che sia istituita una sezione per ciascuna informazione oggetto di ritardo. Non sarà quindi più possibile avere, come prima consentito, una sezione per una "categoria" di informazioni privilegiate.

È, inoltre, mantenuta la possibilità di aggiungere all'elenco una sezione supplementare con le persone che, per funzione o posizione, hanno "sempre accesso a tutte le informazioni privilegiate", la cosiddetta sezione dei "titolari di accesso permanente". Pertanto, per essere inserite in tale sezione, le persone devono avere accesso alle informazioni sin dal momento in cui quest'ultime assumono natura privilegiata.

L'elenco deve essere tenuto in formato elettronico e deve essere conforme a un modello definito dettagliatamente nel citato regolamento di esecuzione.

1.7. Operazioni dei manager e delle persone a loro strettamente legate [Articolo 19 MAR]

Con riferimento agli obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi dall'emittente (obblighi anche detti di "*internal dealing*"), si rammenta che MAR estende la relativa disciplina agli emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di strumenti finanziari anche solo in MTF.

Tali obblighi ricadono sulle persone che svolgono funzioni amministrative, di direzione o di controllo (in breve, nella versione inglese di MAR, "*manager*") e sulle persone ad essi strettamente "legate" o "associate".

Similmente alla disciplina previgente, l'articolo 3 MAR definisce i *manager* come a) i componenti dell'organo di amministrazione o di controllo e b) gli alti dirigenti che hanno regolare accesso a informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente e che detengono il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione futura e sulle prospettive dell'emittente.

Le persone strettamente legate ai *manager* sono poi individuate nei a) coniugi, b) figli a carico e c) parenti conviventi, nonché in “d) una persona giuridica, trust o società di persone, le cui responsabilità di direzione siano rivestite da un [manager] o da una persona di cui alle lettere a), b) o c), o direttamente o indirettamente controllata da detta persona, o sia costituita a suo beneficio, o i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti agli interessi di detta persona”.

Sotto il profilo oggettivo, la nuova disciplina europea prevede che:

- le operazioni devono essere comunicate dal soggetto obbligato all'emittente e all'autorità competente entro i successivi tre giorni; a sua volta, l'emittente deve provvedere alla pubblicazione tempestivamente e, comunque, entro lo stesso termine, con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate; lo Stato membro può prevedere che l'obbligo di pubblicazione sia assolto dall'autorità competente;
- non devono essere comunicate le operazioni di controvalore cumulato nel corso dell'anno inferiore a € 5 mila, ma l'autorità competente può elevare la soglia a € 20 mila;
- l'emittente deve mantenere un elenco con i nominativi dei *manager* e delle relative persone strettamente legate;
- nel Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523¹⁵ è fornito un modello *standard* con tutte le informazioni oggetto di comunicazione, mentre nell'articolo 10 del Regolamento delegato (UE) 2016/522¹⁶ è offerto un elenco molto dettagliato, ma non esaustivo, dei tipi di operazione oggetto di segnalazione, che includono quelle effettuate nell'ambito di un'assicurazione sulla vita, quelle relative all'accettazione e all'esercizio di diritti di opzione e quelle effettuate nell'ambito di una gestione, anche collettiva¹⁷.

Inoltre, i *manager*, ma non le persone a loro strettamente legate, non devono operare nei trenta giorni antecedenti l'annuncio da parte dell'emittente del rapporto finanziario annuale o di un rapporto finanziario intermedio che l'emittente è obbligato a rendere pubblico ai sensi della normativa nazionale o delle regole del mercato. Il 13 luglio 2016 l'ESMA ha chiarito in una Q&A¹⁸ come tale “*closed period*” possa essere riferito all'annuncio dei risultati preliminari, che di solito ha un contenuto informativo maggiore di quello dei risultati definitivi. L'emittente può, comunque, autorizzare l'operatività nel *closed period* se ricorrono una serie di stringenti condizioni indicate nel Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523.

1.8. Raccomandazioni d'investimento [Articoli 3 e 20 MAR]

MAR conferma l'obbligo di soddisfare alcuni requisiti di corretta presentazione e di trasparenza sui conflitti d'interesse per i soggetti che producono o diffondono, implicitamente o esplicitamente,

¹⁵ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0523&from=EN>.

¹⁶ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0522&from=IT>.

¹⁷ Si tenga presente che l'articolo 56 del regolamento (UE) 2016/1011, c.d. Regolamento Benchmark, ha apportato una modifica all'articolo 19 MAR al fine di supportare pienamente quanto l'ESMA aveva raccomandato alla Commissione Europea nel *Technical Advice* del 2 febbraio 2015 (pagg.54-56), sulla base del quale la Commissione Europea ha poi prodotto il citato Regolamento delegato (UE) 2016/522.

¹⁸ Cfr. Nota 9.

informazioni che raccomandano strategie di investimento destinate a canali di distribuzione o alla pubblicazione.

Il relativo Regolamento delegato (UE) 2016/958 indica nel dettaglio tali requisiti, prevedendone, sulla base della distinzione di cui all'articolo 3 MAR, di più stringenti sia per coloro che svolgono l'attività in modo professionale (è il caso di analisti indipendenti, società di investimento, enti creditizi e altri soggetti la cui principale attività consiste nell'elaborazione di raccomandazioni d'investimento) sia, con previsioni che vanno oltre quanto indicato nel citato articolo 3, per soggetti "esperti", definiti come coloro che propongono ripetutamente raccomandazioni d'investimento e che si presentano, o redigono la raccomandazione stessa, come se avessero un'esperienza specifica in materia. Tra gli "esperti" potrebbero, quindi, rientrare anche analisti non professionisti che producono e diffondono raccomandazioni d'investimento su *social network*.

I requisiti oggettivi di corretta presentazione e di trasparenza sui conflitti d'interesse sono in linea con quelli precedentemente contenuti nella Direttiva 2003/125/CE della Commissione Europea adesso abrogata.

Con riferimento alla corretta presentazione, si segnala la necessità per tutti coloro che producono raccomandazioni d'investimento di essere in grado di spiegare, su richiesta dell'autorità competente, gli elementi alla base di una raccomandazione. Ai professionisti e agli esperti, come sopra definiti, è, tra l'altro, richiesto di: indicare, se la raccomandazione è stata modificata dopo essere stata eventualmente mostrata all'emittente; fornire, all'interno della raccomandazione, una sintesi degli elementi alla base della valutazione o della metodologia utilizzata, nonché delle ipotesi sottostanti, e delle eventuali modifiche degli stessi; illustrare gli elementi principali degli eventuali modelli proprietari utilizzati; fornire informazioni sintetiche su tutte le raccomandazioni prodotte negli ultimi dodici mesi.

Con riferimento ai conflitti d'interesse, si evidenzia l'obbligo generale di pubblicare qualsiasi circostanza o relazione che possa compromettere la correttezza della raccomandazione. Inoltre, ai professionisti e agli esperti è, tra l'altro, richiesto di indicare se essi detengano una posizione lunga o corta superiore allo 0,5% del capitale dell'emittente cui la raccomandazione è riferita e se la produzione della raccomandazione rientra in un accordo con l'emittente. Inoltre, se il soggetto è un prestatore di servizi o attività di investimento, esso deve: fornire una descrizione delle eventuali *chinese wall* adottate; indicare se la remunerazione di quanti hanno lavorato sulla raccomandazione è collegata a operazioni effettuate nello svolgimento di servizi o attività d'investimento; indicare, nel caso in cui la raccomandazione riguarda azioni oggetto di offerta al pubblico, la data e i prezzi di acquisto di eventuali azioni ricevute o acquistate prima dell'offerta.

Analogamente alla disciplina previgente, sono previsti ulteriori obblighi per i soggetti che diffondono le raccomandazioni d'investimento prodotte da terzi e misure più stringenti nei casi in cui la raccomandazione originaria è oggetto di modifiche o viene sintetizzata.

In generale, devono essere indicate la data e l'ora di produzione della raccomandazione e quelle di prima diffusione.

2. SINTESI DELLE PROPOSTE REGOLAMENTARI - AIR PRELIMINARE¹⁹

2.1. L'adeguamento delle normativa regolamentare alle nuove disposizioni europee

La riforma europea, sinteticamente descritta nella precedente Sezione 1, è intervenuta su un quadro normativo nazionale rimasto immutato. In assenza di una revisione delle disposizioni del TUF che (direttamente o mediante delega alla Consob) disciplinano materie oggi regolate da MAR e dai relativi atti di livello 2, l'applicazione delle disposizioni europee ha comportato la contemporanea esistenza di due sistemi normativi:

- 1) MAR e atti normativi delegati;
- 2) TUF e relativi regolamenti in materia di emittenti e mercati.

Ciò determina la necessità di ricostruire il quadro normativo effettivamente applicabile, avuto riguardo alla natura sovraordinata delle disposizioni di matrice europea (laddove direttamente applicabili in quanto complete ed esaustive), nonché al carattere di specialità delle une o delle altre a seconda dei casi specifici.

Infatti, l'immediata cogenza della disposizioni dei regolamenti UE si impone *ex se* all'interno degli ordinamenti nazionali, senza richiedere una attività di recepimento e/o trasposizione.

Ciò vale per le disposizioni di MAR per le quali è lo stesso MAR a non prevedere alcuna, sia pure eventuale, intermediazione del legislatore nazionale; tra queste, sono annoverabili gli articoli dei Capi I, II, III, VI, VII (contenenti, peraltro, le norme in materia di: ambito di applicazione, divieto di abuso e manipolazione del mercato, comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, operazioni dei *manager* ed elenchi degli *insider*), nonché le misure di livello 2 emanate dalla Commissione Europea in attuazione di disposizioni di MAR²⁰. Trattasi, infatti, di norme di natura "sostanziale", costitutive di obblighi, oneri, ovvero impositive di comandi o divieti, incidenti direttamente nella sfera giuridica dei destinatari di MAR (le persone fisiche e giuridiche cui i precetti sono indirizzati).

Per tale nucleo di disposizioni, nei limiti in cui le stesse si sovrappongono al TUF e alle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob in forza delle deleghe contenute nel TUF stesso, vengono in rilievo i criteri ermeneutici elaborati in più occasioni dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia e dai Giudici nazionali, riconducibili entro il concetto di "primazia" dell'ordinamento europeo. E, invero, "*il principio*

¹⁹ L'analisi d'impatto preliminare della regolamentazione è limitata alla natura vincolata dell'atto che comporta prevalentemente l'abrogazione di disposizioni regolamentari non compatibili con il nuovo quadro giuridico disegnato da MAR su cui è stata effettuata l'AIR in sede Europea (cui si rinvia). In questa sede viene effettuata un'AIR con riferimento ai profili su cui la normativa Europea lascia alle Autorità competenti spazi di discrezionalità.

²⁰ Cfr. articolo 4, paragrafi 4 e 5; articolo 5, paragrafo 6; articolo 6, paragrafi 5 e 6; articolo 7, paragrafo 5; articolo 11, paragrafi 9, 10 e 11; articolo 12, paragrafo 5; articolo 13, paragrafi 7 e 11; articolo 16, paragrafo 5; articolo 17, paragrafo 2, terzo comma, e paragrafi 3, 10 e 11; articolo 18, paragrafo 9; articolo 19, paragrafi 13, 14, e 15; articolo 20, paragrafo 3; articolo 24, paragrafo 3; articolo 25, paragrafo 9; articolo 26, paragrafo 2, secondo, terzo e quarto comma; articolo 32, paragrafo 5, e articolo 33, paragrafo 5. Cfr. altresì l'"Appendice Normativa" nella Sezione 5 del presente documento.

del primato del diritto comunitario esige che, in caso di contrasto con una norma comunitaria, qualsiasi disposizione nazionale, sia anteriore che posteriore alla stessa, debba essere disapplicata e che siffatto obbligo incombe non solo sul giudice nazionale ma anche su tutti gli organi dello Stato, comprese le autorità amministrative”²¹.

Si è dunque proceduto all’individuazione e alla proposta di abrogazione delle norme del regolamento Consob che risultano contrastanti con l’impianto MAR, oltre che al necessario coordinamento delle altre disposizioni che fanno riferimento a disposizioni del TUF che tuttavia non incidono sulla disciplina in materia di abusi di mercato.

2.2. Disposizioni in materia di obblighi di informazione continua

Nel novero delle norme non compatibili con l’impianto MAR sono da ricomprendere talune disposizioni contenute nell’articolo 114 TUF e nelle relative norme regolamentari di attuazione, contenute nel Regolamento Emittenti (di seguito “RE”), che riguardano gli obblighi di informazione continua.

In particolare, l’articolo 114, comma 1, TUF prevede l’obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e delega alla Consob il compito di stabilire “*con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni (...)*”, mentre il comma 3 disciplina il ritardo nella diffusione al pubblico delle informazioni.

L’applicazione diretta dell’articolo 17 MAR e del Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 (che, appunto, specifica le modalità di pubblicazione) comporta la non applicazione *in parte qua* dell’articolo 114, comma 1, TUF: infatti, in ordine alle “*modalità e termini di comunicazione*” di tali informazioni trovano applicazione diretta le disposizioni europee. Diversamente, rimane applicabile quanto previsto dall’articolo 114, commi 1 e 2, TUF, nella parte in cui tali disposizioni assegnano rilevanza alle informazioni che concernono le società controllate dall’emittente soggetto agli obblighi di informazione.

La nuova normativa europea richiede dunque all’emittente di pubblicare l’informazione non appena assume carattere privilegiato e fa salva la possibilità di ritardare, sotto la propria responsabilità, la pubblicazione nella contestuale sussistenza di tre condizioni: il probabile pregiudizio agli interessi legittimi dell’emittente, l’assenza di effetti fuorvianti per il pubblico, il mantenimento della riservatezza dell’informazione. Nella nuova disciplina l’informazione ha carattere preciso, ai sensi dell’articolo 7, paragrafo 2, MAR, quando riguarda eventi/circostanze che, pur non ancora verificatisi, si possa ragionevolmente ritenere che si verificheranno²².

²¹ Corte di Giustizia 9 settembre 2003, C-198/01, *Consorzio Industrie Fiammiferi (CIF)*; 29 aprile 1999, Ciola, causa C-224/97; 28 giugno 2001, Larsy, causa C-118/00; 4 ottobre 2001, Melgar, causa C-438/99, sulla scia dei principi contenuti nella sentenza resa nel caso C-103/88, *Fratelli Costanzo*; cfr. TAR Lazio, I, 9 gennaio 2013, n. 125.

²² Dal punto di vista sostanziale, MAR ha abrogato l’articolo 2, paragrafo 2, della Direttiva 2003/124/CE, secondo cui: “*Gli Stati membri dispongono che si ritenga che gli emittenti abbiano ottemperato alle disposizioni dell’articolo 6, paragrafo 1, primo comma, della direttiva 2003/6/CE, quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, gli emittenti abbiano informato senza indugio il pubblico*”. Tale disposizione è attualmente ripresa

Tenuto conto dell'applicazione diretta delle norme europee, si propone di conseguenza di abrogare, salve le specifiche di seguito indicate, le disposizioni contenute nella Parte III, Titolo II, Capo II, Sezione I, del RE relative all'informazione su eventi e circostanze rilevanti (articoli 65-*duodecies*/68 del RE).

Con particolare riferimento alle modalità di pubblicazione dell'informazione privilegiata, il testo riformulato dell'articolo 66, comma 1, RE rinvia alla disciplina in tema di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate ai sensi della disciplina d'attuazione della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*)²³.

Con riguardo alla pubblicazione dell'informativa periodica, si evidenzia innanzitutto che i risultati di periodo, non ancora approvati dal consiglio di amministrazione degli emittenti, non costituiscono, in ogni caso e *sic et simpliciter*, un'informazione privilegiata: dovrà, invero, valutarsi "in concreto", caso per caso, se sussistono i presupposti all'uso richiesti da MAR. Allorquando risultino integrati i requisiti previsti dall'articolo 7 MAR, sorgerà l'obbligo di comunicazione al pubblico di tali "risultati di periodo", nei modi e nei limiti di cui all'articolo 17 MAR, come sopra illustrati.

In via generale, invece, in attuazione della Direttiva *Transparency* sopra citata, si è ritenuto opportuno mantenere l'obbligo di comunicazione delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, il bilancio semestrale abbreviato (e, se del caso, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive), come previsto dall'attuale comma 3, lettera b), dell'articolo 66. Tale previsione, ad esito della consultazione troverà apposita collocazione in altro articolo del medesimo Capo II, Sezione V, RE, relativa all'informazione periodica (**Articolo XX**)²⁴, appunto per evidenziare la diversa finalità della disposizione in esame (informativa societaria) rispetto all'informativa *price sensitive*.

MAR ha introdotto regole dettagliate sulla disciplina relativa al ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate (cfr. Sezione 1). Conseguentemente, si è resa necessaria l'integrale abrogazione dell'articolo 66-*bis* RE attinente alla medesima materia.

Si rammenta che le comunicazioni alla Consob aventi ad oggetto il ritardo, nei casi previsti dall'articolo 17, paragrafi 4 e 5, MAR, avvengono secondo quanto indicato con la Comunicazione n. 61330/2016 dell'1 luglio 2016 (mediante posta elettronica).

Nell'articolato delle modifiche regolamentari non è stata esercitata l'opzione prevista in merito al ritardo dall'articolo 17, paragrafo 4, comma 3, MAR. Tale disposizione prevede che: "*Quando ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate a norma del presente paragrafo, l'emittente o il partecipante*

nell'articolo 66, comma 1, del RE, che consente all'emittente di ritardare la pubblicazione fino al "verificarsi" dell'evento sottostante all'informazione.

²³ Tale direttiva, infatti, prevede che per gli emittenti quotati in mercati regolamentati le "informazioni previste dalla regolamentazione" – tra cui quelle di cui all'articolo 6 MAD 1, ora riferite al Capo 3 MAR – debbano essere soggette alle regole di *dissemination, filing e storage* secondo quanto disposto dalla stessa *Transparency*.

²⁴ La numerazione definitiva di tale articolo verrà effettuata ad esito della consultazione.

al mercato delle quote di emissioni notifica tale ritardo all'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3 e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni di cui al presente paragrafo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa, gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3".

Dalla lettura della norma in esame si evince che la regola generale è la trasmissione per iscritto all'autorità competente della registrazione della spiegazione delle modalità con le quali sono state soddisfatte le condizioni per il ritardo (quindi *ex post*). Peraltro, la norma attribuisce agli Stati membri la possibilità di prevedere che la trasmissione all'Autorità competente di tale spiegazione avvenga solo "dietro richiesta" della medesima. L'attribuzione dell'opzione agli "Stati membri" appare richiedere, per il suo esercizio, l'esistenza di un'apposita previsione a livello di normativa primaria. Per questa ragione nella bozza di articolato in consultazione non è stata esercitata l'opzione.

Si propone inoltre l'abrogazione integrale dell'articolo 68 RE. Tale articolo al comma 1 prevede per gli emittenti strumenti finanziari, che spontaneamente decidano di comunicare a terzi informazioni riferite a dati previsionali e ad obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, il divieto di *selective disclosure*, cioè il divieto di diffondere tali informazioni a terzi senza contestualmente diffonderle al pubblico. Al comma 2 è posto l'obbligo di aggiornamento dei dati previsionali e degli obiettivi quantitativi già messi a disposizione del pubblico, in relazione all'andamento effettivo della gestione, comunicando al pubblico ogni "*rilevante scostamento*" in merito agli stessi²⁵.

L'evoluzione normativa e la prassi applicativa sopravvenuta alle modifiche del 2005 evidenziano come gli emittenti si dotino comunque di strumenti informativi del mercato volti a far conoscere le prospettive di crescita e l'evoluzione della gestione, in conseguenza del generale obbligo di pubblicare tali informazioni quando assumono natura privilegiata, o come *best practice*.

Le regole generali in materia di obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate già pongono il divieto di *selective disclosure* per le informazioni riferite a dati previsionali e ad obiettivi quantitativi, così come un obbligo di comunicazione al pubblico per i casi di "*rilevante scostamento*" dell'andamento effettivo della gestione, rispetto ai dati previsionali e agli obiettivi quantitativi in precedenza messi a disposizione del pubblico. Ove le citate informazioni abbiano carattere privilegiato, infatti, le stesse risulterebbero comunque assoggettate agli obblighi di comunicazione al pubblico ai sensi dell'articolo 17 MAR.

²⁵ Tale disposizione trae origine dall'articolo 8, comma 2, del regolamento Consob n. 5553/1991, che dava attuazione all'articolo 6 della legge 17 maggio 1991, n. 157 (recante "Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa"), con la quale sono state introdotte nell'ordinamento nazionale le prime disposizioni volte a reprimere le condotte di abuso di mercato.

Nella precedente disciplina, gli obblighi di comunicazione al pubblico erano sostanzialmente ancorati al ricorrere di eventi predeterminati. La generalizzazione dell'obbligo di comunicazione, introdotta dal TUF (articolo 114, comma 1), ha reso la regolamentazione maggiormente flessibile ed aderente alle fattispecie concrete.

A tal proposito, giova rammentare che le *Guidelines* dall'ESMA, pubblicate in data 13 luglio *u.s.*, prevedono una serie di casi in cui è esclusa la possibilità di ritardare la pubblicazione informazioni privilegiate, in considerazione del carattere “fuorviante” dell'eventuale ritardo, che appaiono riconducibili alla materia appunto regolata dall'articolo 68, comma 2, RE²⁶.

Si è ritenuto, inoltre, opportuno proporre l'abrogazione dell'articolo 65-*septies*, comma 4, RE. Tale disposizione prevede che i comunicati relativi alle informazioni privilegiate che devono essere diffusi al mercato durante le negoziazioni debbano essere trasmessi almeno quindici minuti prima alla Consob e alla società di gestione del mercato. Ciò in quanto, secondo la disciplina di MAR:

- gli obblighi di comunicazione al pubblico vanno assolti “*as soon as possible*” (cfr. articolo 17, paragrafo 1, MAR);
- il principio di “*autoresponsabilità*”, che permea la disciplina degli obblighi di comunicazione, mal si concilierebbe con una forma di “filtro” preventivo ad opera della Autorità competente. Quest'ultima mantiene (*ex* articolo 23 MAR) il potere, se del caso, di intervenire *ex post* al fine di assicurare che il mercato sia informato correttamente.

Infine, si è provveduto a modificare i richiami all'articolo 114, comma 1 e comma 2, TUF, contenuti in diverse disposizioni del RE (e del regolamento in materia di operazioni con parti correlate), proponendo la sostituzione con un richiamo alla disciplina MAR.

2.3. Disposizioni applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi

MAR non include nel suo ambito di applicazione la disciplina dell'informazione al pubblico relativa agli emittenti titoli diffusi che non siano negoziati in un mercato regolamentato o in un MTF. In ambito nazionale tale disciplina è dettata dall'articolo 116 TUF, mediante il rinvio operato all'articolo 114 TUF.

La “disapplicazione” delle disposizioni dell'articolo 114 TUF relativamente agli emittenti quotati non dovrebbe operare con riferimento alla categoria degli emittenti strumenti diffusi, in quanto tali emittenti non sono inclusi nell'ambito applicativo di MAR (ove gli strumenti finanziari non siano negoziati su MTF). Pertanto, nei confronti degli emittenti strumenti diffusi dovrebbero continuare ad applicarsi gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti, sulla base

²⁶ In questo senso, nelle citate *Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information*, del 13 luglio 2016, pag. 18 e ss., tra le situazioni in presenza delle quali il ritardo nella comunicazione al pubblico può essere considerato fuorviante per il pubblico (ai fini dell'articolo 17, paragrafo 4, MAR), l'ESMA riporta le seguenti fattispecie:

“a) *the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to; or*
b) *the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer's financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously publicly announced; or*
c) *the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market's expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval”.*

della normativa primaria attualmente esistente, nonché ai sensi delle relative disposizioni attuative emanate dalla Consob (articoli 66 e 66-*bis* del RE).

Come illustrato nel precedente paragrafo, gli articoli 66 e 66-*bis* RE – che costituiscono attuazione dell’articolo 114 TUF – devono essere in larga parte abrogati, in ragione dell’entrata in vigore delle disposizioni di MAR applicabili agli emittenti quotati.

Si rende necessario, pertanto, riproporre il testo di tali articoli nel Capo relativo agli emittenti strumenti diffusi, al fine di garantire l’applicabilità degli stessi unicamente a tale categoria di emittenti. Conseguentemente, le originarie disposizioni regolamentari di cui agli articoli 66, commi 1, 2 lettere a), b) e c), e 66-*bis*, già richiamate dall’articolo 109, comma 1, sono state trasposte nel testo degli articoli 109 e nel nuovo articolo 109-*ter*²⁷.

Viene inoltre chiarito nel nuovo comma 3 dell’articolo 109 che la disciplina ivi prevista non si applica a tutti quegli emittenti che, pur avendo la qualifica di emittenti strumenti finanziari diffusi, siano soggetti all’applicazione di MAR (poiché gli stessi strumenti finanziari sono negoziati in un mercato regolamentato o in un MTF, in Italia o in altri paesi UE).

La soluzione proposta nell’articolato, mantenendo l’assetto normativo esistente, ha il pregio di non comportare, allo stato, nuovi oneri per gli emittenti strumenti finanziari diffusi - non trattati su MTF - connessi alle necessità di adeguamento alla nuova disciplina europea.

2.4. Raccomandazioni di investimento

Le disposizioni regolamentari contenute negli articoli 69 e ss. del RE riprendono le previsioni della Direttiva 2003/125/CE, recante modalità di esecuzione della MAD 1, in materia di presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione al pubblico di conflitti di interesse.

La direttiva risulta abrogata dall’articolo 37 MAR, in quanto sostituita dalle previsioni recate dai relativi articoli 20 e 21, nonché dalle norme tecniche di attuazione.

Considerato che le disposizioni europee, direttamente applicabili, regolano la materia in esame, occorre procedere all’abrogazione delle disposizioni che si sovrappongono nel RE (articoli 69/69-*septies*).

Ciò posto, la bozza di articolato prevede il mantenimento unicamente degli articoli 69-*octies* e 69-*novies*, con le occorrenti modificazioni.

²⁷ Quale unica modifica rispetto all’originario testo degli articoli 66 e 66-*bis*, sono stati espunti i riferimenti all’“informazione privilegiata” e sostituiti con la locuzione “informazione su eventi e circostanze rilevanti”, in quanto la nozione di informazione privilegiata si attaglia specificamente ai titoli quotati o comunque negoziati su *trading venues*.

L'articolo 69-*octies*, tenuto conto di quanto disposto dall'articolo 114, comma 10, TUF²⁸, disciplina la valutazione di equivalenza dell'autoregolamentazione applicabile ai giornalisti. A tal fine, il Consiglio Nazionale degli Ordini dei Giornalisti trasmette tali norme alla Consob che, entro centoventi giorni dalla ricezione, delibera in merito alla sussistenza delle predette condizioni.

A tale riguardo, l'articolo 20, paragrafo 3, comma 4, MAR, prevede che *“Le disposizioni tecniche definite nelle norme tecniche di regolamentazione (...) non si applicano ai giornalisti soggetti a una regolamentazione adeguata equivalente in uno Stato membro, che comprenda meccanismi adeguati equivalenti di autoregolamentazione, purché tale regolamentazione produca effetti analoghi a quelli ottenuti dalle disposizioni tecniche. Lo Stato membro notifica il testo di tale regolamentazione adeguata equivalente alla Commissione”*.

Le disposizioni nazionali – contenute, come detto, nell'articolo 114, comma 10, TUF e nell'articolo 69-*octies* RE – non sembrano porsi in alcun contrasto con le norme europee, in quanto esse si limitano a specificarne l'ambito applicativo nel contesto nazionale. È necessario invece prevedere la trasmissione delle norme di autoregolamentazione, una volta verificate dalla Consob e pubblicate, al MEF, ai fini della notifica delle stesse alla Commissione Europea, prevista da MAR.

Con riferimento alle modalità di pubblicazione delle ricerche e delle raccomandazioni prodotte o diffuse da emittenti quotati o da soggetti abilitati, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi, l'attuale formulazione dell'articolo 69-*novies* contiene disposizioni che riguardano: (i) l'obbligo di trasmissione alla Consob di informazioni relative alle raccomandazioni a fini di vigilanza (comma 1); (ii) il potere di richiedere agli emittenti quotati o ai soggetti abilitati che diffondano raccomandazioni la pubblicazione delle stesse in presenza di determinate condizioni (comma 2); (iii) le relative modalità di pubblicazione (comma 3).

La proposta di modifica dell'articolo 69-*novies* mantiene viva la disposizione che prevede il potere della Consob di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni, in quanto in linea con quanto previsto da MAR all'articolo 23, paragrafo 2, lettera m).

Il potere in esame riguarda un ambito diverso da quello della pubblicazione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti, avendo quale finalità quella di ripristinare la parità e/o la correttezza informativa in presenza di notizie, relative ai contenuti di una raccomandazione d'investimento, che possono generare situazioni di asimmetria informativa tra gli investitori o addirittura la presenza di un quadro informativo potenzialmente fuorviante. L'intervento della Consob è quindi finalizzato a garantire che il pubblico sia correttamente informato.

In proposito, si demanderà ad apposita comunicazione o raccomandazione la definizione delle condizioni in presenza delle quali la Consob richiede la pubblicazione, essendo tali condizioni attinenti più

²⁸ L'articolo 114, comma 10, TUF, prevede che le regole in materia di diffusione delle raccomandazioni non si applichino ai giornalisti soggetti a norme di autoregolamentazione equivalenti *“purché la loro applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti”* attribuendo alla Consob il potere di valutare *“preventivamente e in via generale, la sussistenza di dette condizioni”*.

specificamente alle *policies* di vigilanza applicate, anche ad esito della consultazione pubblica in tema di raccomandazioni conclusasi nello scorso mese di luglio²⁹.

2.5. Operazioni di stabilizzazione e acquisto di azioni proprie

L'articolo 5 MAR prevede l'esenzione dai divieti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, di cui agli articoli 14 e 15 MAR, per le negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di un programma di riacquisto, come definito dagli articoli 21-27 della Direttiva 2012/30/UE (c.d. Direttiva sul capitale), ovvero per le operazioni di stabilizzazione di valori mobiliari. Quest'ultime sono quelle operazioni di acquisto di valori mobiliari effettuati da parte di un ente creditizio o un'impresa di investimento nell'ambito di un'offerta iniziale o secondaria di valori mobiliari allo scopo esclusivo di sostenerne il prezzo di mercato per un periodo di tempo limitato, determinato dal Regolamento delegato (UE) 2016/1052.

Quest'ultimo regolamento prevede, altresì, presupposti e condizioni che le misure di stabilizzazione, devono soddisfare per poter beneficiare dell'esenzione, ivi inclusi obblighi di comunicazione al pubblico e all'autorità competente.

Si pone pertanto l'esigenza di coordinare le disposizioni del RE che disciplinano a vario titolo le operazioni di acquisto di azioni proprie e stabilizzazione (articoli 34-*septies*, 87, 87-*bis* e 144-*bis*) con l'impianto normativo previsto da MAR, che per le medesime materie prevede specifiche "scriminanti" ai fini della disciplina sugli abusi di mercato.

In particolare, con riguardo all'articolo 34-*septies* (collocato nell'ambito della disciplina delle offerte pubbliche), posto che MAR ed il Regolamento delegato (UE) 2016/1052 dettano norme di dettaglio direttamente applicabili sulle condizioni alle quali possono essere effettuati i programmi di riacquisto di azioni proprie e le misure di stabilizzazione che intendano beneficiare dell'esenzione, occorre eliminare la disciplina prevista da tale articolo mantenendo unicamente un richiamo alla disciplina dettata dall'articolo 5 MAR ed alle relative norme tecniche di attuazione. Ciò al fine di assicurare l'operatività dell'esenzione dagli illeciti penali e amministrativi prevista dall'articolo 183, comma 1, lettera b), TUF.

Occorre altresì specificare che tale esenzione opera, oltre che per le operazioni di stabilizzazione (come previsto dall'articolo 34-*septies* nel testo vigente), anche per le operazioni di acquisto di azioni proprie riconducibili all'ambito applicativo di MAR³⁰.

²⁹ Cfr. documento di consultazione del 17 giugno 2016 (*Criteri per la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento e caratteristiche del nuovo sistema di trasmissione delle stesse alla Consob*).

³⁰ L'articolo 183, comma 1, lettera b), TUF, prevede l'inapplicabilità degli illeciti penali e amministrativi per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento. Con riferimento alle operazioni di stabilizzazione la disciplina regolamentare è attualmente contenuta nell'articolo 34-*septies* RE.

Inoltre, per esigenze di coerenza e sistematicità dell'impianto normativo, si propone di ricollocare tale disposizione - opportunamente modificata - nel titolo del RE in cui è contenuta la disciplina dell'acquisto di azioni proprie (articolo 144-*bis*), mediante introduzione del nuovo articolo 144-X³¹.

L'articolo 87, collocato nel Capo relativo alle comunicazioni al pubblico, prevede invece un obbligo informativo relativamente alle operazioni di compravendita di propri titoli effettuate da emittenti con azioni quotate ovvero da società di gestione di fondi chiusi le cui quote siano ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati.

La *ratio* di tale disciplina si ricollega alla necessità di verificare il rispetto del principio di parità di trattamento nell'acquisto di proprie azioni, sancito dall'articolo 132 TUF, in attuazione anche della Direttiva 2012/30/UE sul capitale, nonché di consentire al pubblico e all'autorità di vigilanza di valutare l'eventuale operatività dell'emittente, che, talora, può assumere dimensioni importanti ed influenzare l'andamento dei prezzi, a prescindere da eventuali ipotesi di abuso.

Tale disciplina si interseca con quanto previsto da MAR in merito agli adempimenti richiesti per beneficiare dell'esenzione (*safe harbour*) relativa ai piani di acquisto azioni proprie ed alle operazioni di stabilizzazione.

Infatti, l'articolo 132 TUF introduce una specifica disciplina dell'acquisto di azioni proprie dell'emittente, anche da parte delle relative società controllate, attribuendo alla Consob il potere di stabilire in via regolamentare le modalità di tali acquisti al fine di assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti³²⁻³³, la cui inosservanza è sanzionata penalmente³⁴.

³¹La numerazione definitiva di tale articolo verrà effettuata ad esito della consultazione.

³² Si riporta il testo dell'art. 132 (*Acquisto di azioni proprie e della società controllante*):

“1. *Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento.*

2. *Il comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.*

3. *I commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile, ovvero rivenienti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis”.*

³³ Tale disposizione, che trae origine - seppur con talune differenziazioni - dall'articolo 12 della legge 18 febbraio 1992, n. 149 (legge OPA), assolve principalmente alla funzione di tutelare la parità di trattamento dei soci, in ossequio al principio sancito dall'articolo 92 TUF. La disposizione nazionale costituisce inoltre, come ricordato, attuazione dell'articolo 21 della Direttiva 2012/30/UE di rifusione della Direttiva 77/91/CEE (seconda Direttiva Società), più volte modificata, laddove si individua il principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano in condizioni identiche quale limite alla possibilità per una società di acquisire, anche indirettamente, azioni di propria emissione.

³⁴ Si rammenta che l'articolo 172, comma 1, TUF, prevede una sanzione penale per gli amministratori di società con azioni quotate o di società da queste controllate che acquistano azioni proprie o della società controllante in violazione delle disposizioni dell'articolo 132, specificando al comma 2 che “*la sanzione non si applica se l'acquisto è operato sul mercato regolamentato secondo modalità diverse da quelle stabilite dalla Consob con regolamento, ma comunque idonee ad assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti*”.

La finalità di tale normativa è, in sintesi, quella di 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'operazione³⁵.

In attuazione dell'articolo 132 TUF, l'articolo 144-*bis* RE, individua, in sintesi, le seguenti modalità ritenute idonee a garantire la parità di trattamento: a) offerta pubblica; b) sui mercati regolamentati senza abbinamento diretto di proposte; c) mediante acquisto e vendita di strumenti derivati con regolamento fisico; d) mediante assegnazione gratuita ai soci di diritti di opzione.

La disciplina dettata dal citato articolo 144-*bis* RE assume dunque natura e finalità diverse da quella prevista da MAR (che si limita 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), oltre ad avere un più ampio spettro soggettivo di applicazione, in quanto ricomprende anche agli acquisti operati della società controllata.

Si propone, pertanto, il mantenimento dell'articolo 144-*bis*, con alcune modifiche volte ad aggiungere nuove modalità di acquisto idonee ad assicurare la parità di trattamento degli azionisti (*ex* articolo 132 TUF) e, in ogni caso, coerenti con l'impostazione di MAR, ossia:

- gli acquisti effettuati in sistemi multilaterali di negoziazione (oltre che nei mercati regolamentati), analogamente all'impostazione seguita da MAR;
- gli acquisti operati in conformità delle prassi di mercato ammesse dalla Consob ai sensi dell'articolo 13 MAR (nuova lettera *d-ter*)), che pure devono essere coerenti con MAR;
- gli acquisti effettuati da un emittente che svolge allo stesso tempo attività di internalizzazione sistematica, eseguendo in via automatica transazioni che soddisfano parametri preimpostati, come già stabilito nella Comunicazione Consob, n. DME/11052651, del 9 giugno 2011 (nuova lettera *d-bis*)).

In sintesi, MAR individua semplicemente una scriminante per gli illeciti di abuso di mercato³⁶, contemperando l'esigenza di reprimere potenziali condotte di abuso di mercato con altre finalità ritenute essenziali (quali la riduzione del capitale, la conversione di strumenti di debito in strumenti azionari o l'adempimento agli obblighi derivanti da programmi assegnazione di opzioni o azioni), purché siano rispettate le condizioni indicate dalla disciplina in esame.

In particolare, le operazioni che rispettano le condizioni di cui all'articolo 5 MAR costituiranno - con presunzione assoluta - condotte:

- giammai idonee ad integrare illeciti di abuso di mercato;
- in ogni caso idonee ad assicurare il rispetto della parità di trattamento tra gli azionisti; e, invero, come sopra già rammentato, il citato regolamento delegato individua le operazioni che godono

³⁵ In questo senso, cfr. Comunicazione Consob DME/0083984 del 23 ottobre 2014.

³⁶ In questo senso cfr. considerando n. 12 MAR, secondo cui "La negoziazione di azioni proprie nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie e la stabilizzazione di uno strumento finanziario che non beneficerebbero delle esenzioni a norma del presente regolamento non dovrebbero essere considerate abusi di mercato".

“dell'esenzione di cui all'articolo 5, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014” in quelle rientranti in “un programma di riacquisto di azioni proprie autorizzato a norma dell'articolo 21, paragrafo 1, della direttiva 2012/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio”; a sua volta, tale ultima norma richiama espressamente “il principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano in condizioni identiche”.

2.6. Elenchi degli insider e Operazioni sospette

L'articolo 115-bis TUF attribuisce alla Consob il potere di determinare con regolamento le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate. La materia risulta integralmente regolata dalle disposizioni europee (articolo 18 MAR e Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347). Conseguentemente, occorre procedere all'abrogazione integrale degli articoli 152-bis/152-quinquies del RE.

Analogamente, occorre procedere all'abrogazione degli articoli 44/50 del Regolamento Mercati in materia di segnalazione di ordini e operazioni sospetti, tenuto conto della disciplina recata da MAR e dai relativi atti di livello 2.

2.7. Operazioni dei manager

MAR, all'articolo 19, paragrafo 1, reca la disciplina relativa agli obblighi di comunicazione al pubblico delle operazioni effettuate dai *manager* su strumenti finanziari dell'emittente, prevedendo obblighi anche nei confronti dei soggetti correlati al *manager*. Le misure di livello 2³⁷ specificano nel dettaglio le modalità di comunicazione al pubblico.

La maggiore difformità tra la disciplina attualmente prevista dal TUF e il nuovo impianto MAR è rappresentata dal fatto che le disposizioni MAR (così come quelle contenute nella precedente MAD 1) non includono nel novero dei soggetti obbligati gli azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10% ed i soggetti che comunque controllano l'emittente, che invece sono contemplati dall'articolo 114, comma 7, TUF, e dalle norme regolamentari Consob.

Alla luce di quanto sopra si ritiene di mantenere l'obbligo di comunicazione per gli azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10% e per i controllanti in quanto la “disapplicazione” dell'articolo 114, comma 7, TUF, in forza dell'entrata in vigore della normativa MAR, dovrebbe ritenersi limitata alle sole disposizioni incompatibili con la citata normativa e dunque non anche alla previsione di obblighi di comunicazione più estesi contenuti nella normativa primaria e non esclusi da MAR. La perfetta coincidenza, *in parte qua*, delle disposizioni UE “sopravvenute” rispetto a quelle previgenti della MAD 1 non dovrebbe consentire – nel silenzio del legislatore nazionale – operazioni ermeneutiche volte ad incidere sulle disposizioni del TUF.

³⁷ Cfr. Appendice Normativa nella Sezione 5.

Da un punto di vista regolamentare l'estensione degli obblighi di comunicazione agli azionisti rilevanti può essere realizzata con due modalità.

La prima consisterebbe nell'applicare esclusivamente a tali soggetti le disposizioni attualmente previste dal RE (ivi incluso il modello di comunicazione di cui all'allegato 6 al RE) mentre per gli altri soggetti rilevanti contemplati da MAR risulterebbero direttamente applicabili le disposizioni ivi previste.

Si determinerebbe in tal modo la coesistenza di due diversi ordini di obblighi:

- obblighi di tipo "armonizzato", secondo la normativa europea applicabili unicamente a coloro che esercitano funzioni di amministrazione, direzione e controllo, e persone strettamente associate, il cui adempimento avviene secondo le modalità definite da MAR e dai relativi atti normativi di livello 2 (Regolamenti delegato (UE) 2016/522 e Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523);
- obblighi di tipo "non armonizzato", applicabili unicamente ad azionisti rilevanti, secondo la disciplina attualmente recata dal TUF e dal RE.

La seconda modalità consiste nell'estendere le disposizioni MAR (ivi inclusa la relativa modellistica di comunicazione) agli azionisti che detengono più del 10% ed ai controllanti.

Tale seconda soluzione – rappresentata nella bozza di articolato – appare preferibile in quanto determinerebbe un'unica disciplina (di matrice esclusivamente europea) delle comunicazioni di operazioni dei *manager* caducandosi di conseguenza (salva l'eccezione che verrà a breve illustrata) le disposizioni contenute nel RE.

A favore della seconda soluzione indicata depone anche il fatto che la disciplina contenuta in MAR prevede obblighi di comunicazione delle operazioni rilevanti che, tra l'altro, possono coinvolgere la società controllante dell'emittente nel caso in cui l'amministratore della controllante sia anche amministratore o esponente dell'organo di controllo della quotata (cfr. articolo 3, paragrafo 1, 26), lettera d))³⁸.

³⁸ La norma citata di MAR prevede che siano anche soggetti all'obbligo di pubblicazione delle operazioni, in qualità di "persone strettamente legate" al "manager", tra gli altri, (elencazione aggiunta):

1. "una persona giuridica, trust o società di persone, le cui responsabilità di direzione siano rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione o da una persona di cui alle lettere a), b) o c),
2. o direttamente o indirettamente controllata da detta persona,
3. o sia costituita a suo beneficio,
4. o i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti agli interessi di detta persona".

Rispetto alla previgente disciplina, MAR innova in quanto, tra l'altro, indica che per essere soggetti all'obbligo è sufficiente rientrare nella categoria *sub* 1). Non occorre, cioè, rientrare sia nella prima sia in almeno una delle tre successive. Questo cambiamento aumenta sensibilmente il numero dei soggetti obbligati. Tale lettura sarà confermata in un *corrigendum* di MAR, resosi necessario in quanto alcune versioni in lingua estera, inclusa quella in inglese, come da ultimo definite dai giuristi linguisti portano a leggere la norma nel senso della previgente disciplina, diversamente da quanto era stato in realtà stabilito dal legislatore europeo.

Posto che la disciplina attualmente contenuta nel RE prevede per gli azionisti rilevanti un termine di comunicazione delle operazioni più lungo (quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione) rispetto a quello previsto per gli altri soggetti rilevanti (cinque giorni), si ritiene opportuno mantenere tale termine più ampio al fine di non gravare gli operatori di obblighi più stringenti di quelli previsti dall'attuale normativa senza in tal modo compromettere la sostanziale uniformità della disciplina.

Con riferimento alla soglia relativa all'importo complessivo delle operazioni effettuate, il cui raggiungimento determina la sussistenza degli obblighi di comunicazione (articolo 152-*septies*, comma 3, lettera a)), si segnala che analoga disposizione è contenuta nell'articolo 19, paragrafo 8, MAR.

Tale disposizione, in particolare, prevede che *“Il paragrafo 1 si applica a tutte le operazioni successive una volta che sia stato raggiunto un importo complessivo di 5.000 EUR nell'arco di un anno civile. La soglia di 5.000 EUR è calcolata sommando senza compensazione tutte le operazioni di cui al paragrafo 1”*.

Il paragrafo 9, del medesimo articolo, consente all'autorità competente di aumentare la soglia in esame a € 20 mila, richiedendo l'informativa all'ESMA della decisione di adottare tale soglia superiore, nonché della relativa motivazione (v. paragrafo successivo).

2.8. Soglia minima per le comunicazioni e analisi d'impatto

Come anticipato nel precedente paragrafo, l'articolo 19, paragrafo 8, MAR prevede che *“Il paragrafo 1 si applica a tutte le operazioni successive una volta che sia stato raggiunto un importo complessivo di 5.000 EUR nell'arco di un anno civile. La soglia di 5.000 EUR è calcolata sommando senza compensazione tutte le operazioni di cui al paragrafo 1”*.

Il successivo paragrafo 9 del medesimo articolo consente all'autorità competente di aumentare la soglia in esame a € 20 mila, richiedendo a tal fine che l'ESMA sia informata della decisione di adottare tale soglia superiore, nonché della relativa motivazione.

A tale riguardo, posto che la disposizione europea da ultimo citata è direttamente applicabile nell'ordinamento nazionale, tale opzione potrebbe essere esercitata in via regolamentare dalla Consob, tenuto conto della delega regolamentare alla Consob di cui all'articolo 114, comma 7, TUF.

Gli obblighi di comunicazione delle operazioni dei *manager* rispondono alla *ratio* di rendere trasparenti operazioni che assumono valore segnaletico in ordine all'andamento della società i cui titoli sono oggetto dello scambio e alla possibile commissione di fatti illeciti. La determinazione di una soglia al di sotto della quale tali operazioni possono non essere comunicate al mercato dipende dalla necessità di contemperare la *ratio* degli obblighi in esame con il minor sacrificio dei destinatari, evitando che operazioni non rilevanti siano oggetto di oneri non giustificati dal perseguimento delle suddette finalità.

Utilizzando come riferimento i dati storici (campionari), è possibile prevedere in prima approssimazione che l'innalzamento della soglia a € 20 mila potrebbe produrre una perdita di informazioni per il mercato non molto significativa rispetto agli obiettivi della norma.

Dal punto di vista quantitativo, sono stati considerati due campioni, il primo relativo alle comunicazioni effettuate nel 2011, composto da circa 3.200 operazioni, e il secondo relativo alle comunicazioni effettuate fra gennaio 2015 e aprile 2016, composto da circa 1.800 operazioni. Le comunicazioni sono considerate singolarmente, senza tenere conto dell'eventuale cumulo delle stesse³⁹. È inoltre importante tenere presente che i dati esaminati si riferiscono ad operazioni effettuate sia da persone fisiche che da persone giuridiche, ivi incluse le società che detengono una quota rilevante dell'emittente. Queste ultime operano tipicamente per controvalori più elevati pur essendo soggette alla medesima soglia minima con riferimento alla comunicazione delle operazioni effettuate.

Nel primo campione (2011) la media dei controvalori comunicati al mercato si attesta sui € 9 milioni, con una variabilità elevatissima⁴⁰. L'ampio *range* dei valori osservati rende utile osservare una media di posizione, la "comunicazione mediana", che risulta pari a circa € 140 mila, sensibilmente inferiore al valor medio ma ancora significativamente superiore a € 5 mila. Restringendo il campo di osservazione a soli comunicati inclusi fra € 5 mila e € 20 mila, l'innalzamento della soglia avrebbe avuto l'effetto di determinare una perdita di informazione al mercato presumibilmente vicina al 10% delle comunicazioni, relative però ad un ammontare rappresentativo di una quota infinitesimale (0,0000491% campionario) dell'importo complessivo oggetto dell'onere.

Nel secondo campione (2015/16) la media dei controvalori comunicati al mercato risulta prossima a € 700 mila, significativamente inferiore al primo campione⁴¹, con una variabilità ancora maggiore (il coefficiente di variazione è superiore al 600%). In questo caso la mediana, prossima a € 24 mila, risulta molto vicina al valore di € 20 mila, al quale MAR consentirebbe di elevare la soglia. Le comunicazioni di operazioni per controvalori compresi fra € 5 mila e € 20 mila risultano pari al 24% del totale, e restano una frazione poco significativa del controvalore: 0,37% del totale (0,7% se si escludono i comunicati superiori a € 1 milione, in modo da ridurre la variabilità dei dati). È necessario inoltre tenere presente che non tutte le operazioni inferiori a € 20 mila sarebbero state esentate dalla comunicazione in caso di innalzamento della soglia di ingresso: le stesse potrebbero essere, infatti, comunicazioni effettuate in seguito al superamento della soglia stessa, ovvero operazioni precedute da altre che (cumulate) avrebbero comunque azionato l'obbligo di notifica. Pertanto tali dati costituiscono un'approssimazione

³⁹ Tale modalità di analisi risulta coerente con la nuova struttura dell'obbligo di notifica che sorge in capo al soggetto che ha operato, al quale MAR impone la doppia notifica, all'emittente e all'Autorità competente

⁴⁰ Il coefficiente di variazione per il primo campione risulta superiore al 400%. Tale coefficiente è un indice di variabilità relativa ottenuto rapportando lo scarto quadratico medio della distribuzione alla sua media e moltiplicando per cento il risultato ottenuto. La standardizzazione dello scarto quadratico medio, così determinata attraverso il rapporto con la media della distribuzione, consente di operare un confronto significativo fra lo scarto quadratico medio di diverse distribuzioni e di ordinarle.

⁴¹ La riduzione del controvalore medio delle operazioni può essere spiegata anche in ragione della riduzione dei prezzi unitari delle azioni intervenuta fra il 2011 e il 2015; le quantità di azioni movimentate oggetto di una singola comunicazione risultano superiori rispetto al 2011.

per eccesso delle comunicazioni che sarebbero ricadute nell'esenzione in caso di innalzamento della soglia.

Considerato, infine, che, in termini qualitativi, minore è il controvalore delle operazioni e minori sono gli effetti segnaletici per gli investitori e i rischi per l'integrità dei mercati, sembra potersi, pertanto, concludere che l'aumento della soglia da € 5 mila a € 20 mila non dovrebbe produrre una significativa riduzione dei benefici della disciplina.

Pertanto, dal punto di vista dei benefici sembra possibile valutare la possibilità di esercitare l'opzione qualora l'aumento della soglia fosse in grado di determinare una significativa riduzione del sacrificio per gli operatori. Dal lato dei costi per i singoli soggetti tenuti alla notifica, il cui universo non è identificabile a priori, non vi sono tuttavia a disposizione evidenze in merito alla specifica struttura del costo di rilevazione delle operazioni, del superamento della soglia (oneri di conformità sostanziale) e della successiva doppia notifica (oneri amministrativi). Ciò premesso, è possibile ritenere che l'esistenza della soglia determini comunque la necessità di sostenere un onere relativo alla contabilità delle operazioni effettuate da parte di coloro che ricadono nell'ambito soggettivo della norma. La modifica di tale soglia potrebbe pertanto determinare minori oneri amministrativi (minori comunicazioni) per i soggetti tenuti alla notifica ma potrebbe allo stesso tempo determinare costi di adeguamento delle modalità di rilevazione dell'eventuale superamento della soglia (oneri di conformità sostanziale). L'innalzamento della soglia potrebbe determinare la necessità di tenere traccia, ai fini della rilevazione del suo superamento, di un maggior numero di operazioni non ancora da comunicare ma, tuttavia, da monitorare ai fini di una possibile successiva comunicazione. Si tratterebbe di costi fissi, in quanto da sostenere anche qualora, alla fine del periodo di riferimento, il totale delle operazioni rilevanti non raggiungesse la soglia di comunicazione.

Ai fini dell'eventuale esercizio dell'opzione che consente l'innalzamento della soglia in oggetto si richiede pertanto di fornire nell'ambito della consultazione dati ed evidenze utili ad integrare l'analisi di impatto e a verificare se l'innalzamento della soglia comporterebbe un minor sacrificio dei soggetti destinatari (cfr. Questionario).

2.9. Cumulo delle posizioni dei manager e dei soggetti strettamente legati

L'articolo 19, paragrafo 1, MAR individua i seguenti destinatari dell'obbligo di comunicazione: (i) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione di controllo o di direzione (*manager*), che (ii) le persone strettamente legate. Il successivo paragrafo 8 del medesimo articolo specifica che *“Il paragrafo 1 si applica a tutte le operazioni successive una volta che sia stato raggiunto un importo complessivo di 5 000 EUR nell'arco di un anno civile. La soglia di 5 000 EUR è calcolata sommando senza compensazione tutte le operazioni di cui al paragrafo 1”*.

Dal combinato disposto delle disposizioni sopra richiamate, si pone la questione relativa al possibile cumulo delle posizioni dei soggetti rilevanti e dei soggetti strettamente legati ai fini del calcolo della citata soglia di € 5 mila (o, se del caso, del più elevato ammontare stabilito in sede di esercizio dell'opzione).

La disciplina previgente, contenuta della Direttiva 2004/72/CE, emanata in attuazione della MAD 1 e abrogata da MAR, prevedeva esplicitamente il cumulo di dette operazioni, stabilendo all'articolo 6, paragrafo 2, che (sottolineatura aggiunta): *“Qualora l'importo complessivo delle operazioni non raggiunga i cinquemila euro entro la fine dell'anno, gli Stati membri possono disporre che non sia richiesta alcuna notifica ovvero che la notifica venga rinviata al 31 gennaio dell'anno successivo. Il volume totale delle operazioni viene calcolato sommando le operazioni effettuate per conto delle persone di cui all'articolo 1, punto 1, e quelle effettuate per conto delle persone di cui all'articolo 1, punto 2”*⁴².

MAR e i relativi atti di livello 2 (Regolamento delegato (UE) 2016/522 e il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523), invece, non prevedono espressamente una disposizione come quella appunto contenuta nella Direttiva 2004/72/CE.

Il tema in esame dovrebbe essere oggetto di chiarimento in ambito europeo.

3. ARTICOLATO DELLE PROPOSTE DI MODIFICA

Per una compiuta analisi delle proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti e mercati, si rinvia all'articolato allegato al presente documento di consultazione.

Per effetto del nuovo quadro normativo europeo e delle modifiche regolamentari proposte nell'articolato, sono da considerarsi non più vigenti le comunicazioni del 28 marzo 2006, n. 6027054⁴³, e del 29 novembre 2005, n. 5078692⁴⁴. Ad esito della consultazione pubblica si provvederà a riconsiderare quali tra i temi affrontati da tali (o da altre) comunicazioni richiedano specifici chiarimenti.

⁴² Il Regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di Emittenti, pur non fornendo una disciplina specifica sull'argomento, ha accentratamente in capo al soggetto rilevante l'obbligo di comunicazione delle operazioni poste in essere da sé medesimo e dalle persone a lui legate; l'attuale articolo 152-octies, comma 1, RE, al riguardo, infatti, stabilisce che *“I soggetti rilevanti indicati nell'articolo 152-sexies, comma 1, lettere c.1), c.2) e c.3) comunicano alla Consob le operazioni sulle azioni e sugli strumenti finanziari collegati, compiute da loro stessi e dalle persone strettamente legate entro cinque giorni di mercato aperto a partire dalla data della loro effettuazione”*.

⁴³ Comunicazione Consob del 28 marzo 2006, n. 6027054, *“Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti”*.

⁴⁴ Comunicazione Consob del 29 novembre 2005, n. 5078692 *“Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive. Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette”*.

4. QUESTIONARIO

Q1) *Si condivide l'approccio generale adottato dalla Consob nella predisposizione delle proposte di modifica regolamentari necessarie per l'adeguamento alle nuove regole europee, con particolare riferimento agli articoli 66 e 68 del Regolamento Emittenti? Con riferimento alla proposta di abrogazione dell'articolo 66-bis, si condivide l'approccio adottato in tema di ritardo della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate?.*

Q2) *Si condivide la soluzione regolamentare proposta con riferimento agli obblighi di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante?*

Q3) *Con riferimento al tema dell'acquisto di azioni proprie,*

- *si condividono le proposte regolamentari?*
- *Si ritiene che possano esservi modalità ulteriori, rispetto a quelle proposte, idonee a garantire la parità di trattamento dei portatori degli strumenti finanziari?*
- *Si condivide la necessità di mantenere l'attuale sistema di comunicazione delle operazioni di acquisto azioni proprie per le ipotesi di acquisto non effettuate ai sensi dell'articolo 5 MAR?*

Q4) *Con riguardo agli obblighi di comunicazione in materia di operazioni dei manager,*

- *si condivide la proposta regolamentare volta a mantenere gli obblighi di comunicazione per gli azionisti rilevanti dell'emittente, rinviando alle modalità di comunicazione previste da MAR, salvo il mantenimento del più lungo termine previsto dall'attuale regolamentazione?*
- *Si ritiene preferibile l'innalzamento della soglia prevista per l'applicazione di tali obblighi ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 9, MAR? In caso di risposta affermativa si richiede di fornire dati ed evidenze a supporto.*

5. APPENDICE NORMATIVA⁴⁵

5.1. Tabella di riepilogo delle misure di livello 2 di MAR

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
4(3) [4(4)]	Reference data: notifiche ed elenco degli strumenti finanziari <i>Contenuto delle notifiche che società di gestione dei mercati e intermediari che gestiscono MTF e OTF devono trasmettere alle autorità competenti e compilazione, pubblicazione e tenuta dell'elenco delle notifiche.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/909 della Commissione del 1° marzo 2016.
4(1,2) [4(5)]	Reference data: notifiche ed elenco degli strumenti finanziari <i>Definizione dei tempi, del formato e del modello delle notifiche.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/378 della Commissione dell'11 marzo 2016.
5 [5(6)]	Operazioni di buy-back e stabilizzazione <i>Definizione delle condizioni da rispettare ai fini dell'esenzione dai divieti di abuso di mercato.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/1052 della Commissione dell'8 marzo 2016.
6(5) [6(5,6)]	Ambito di applicazione <i>L'estensione a taluni organismi pubblici e alle banche centrali di paesi terzi dell'esenzione dagli obblighi e dai divieti previsti dal MAR nell'attuazione della politica monetaria, dei cambi e della gestione del debito pubblico e della politica climatica.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
11 [11(9)]	Sondaggi di mercato <i>Modalità, procedure e requisiti relativi alla conservazione delle registrazioni.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/960 della Commissione del 17 maggio 2016.
11 [11(10)]	Sondaggi di mercato <i>I sistemi e i modelli di notifica.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 della Commissione del 17 maggio 2016.
12(3)	Manipolazione del mercato	Regolamento delegato (UE)

⁴⁵ Gli atti di seguito indicati sono disponibili sul sito internet della Consob, all'indirizzo:

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/abusi-di-mercato>

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
[12(5)]	<i>Gli indicatori di manipolazioni del mercato (allegato I MAR).</i>	2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
13 [13(7)]	Prassi di mercato ammesse <i>Criteria, procedure e condizioni che l'autorità nazionale competente deve tenere presenti per l'istituzione, la modifica o la cessazione di una prassi di mercato.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione del 26 febbraio 2016.
16(1,2) [16(5)]	Segnalazione di ordini e operazioni sospetti <i>Dispositivi, sistemi, procedure e modelli di notifica per conformarsi agli obblighi.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/957 della Commissione del 9 marzo 2016.
17(2) [17(2)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Le soglie per l'individuazione dei partecipanti al mercato delle quote di emissioni soggetti all'obbligo di comunicare informazioni privilegiate.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
17(4,5) [17(3)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Individuazione dell'autorità competente per le notifiche dei ritardi.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
[17(10)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Strumenti tecnici per l'adeguata comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e per ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 della Commissione del 29 giugno 2016.
18 [18(9)]	Insider List <i>Il formato degli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e il relativo aggiornamento.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 della Commissione del 10 marzo 2016.
19(1,6) [19(15)]	Operazioni dei manager <i>Formato e modello per la notifica all'autorità competente e per la comunicazione al pubblico delle operazioni effettuate.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523 della Commissione del 10 marzo 2016.
19(1,7) [19(14)]	Operazioni dei manager <i>Tipi di operazioni da pubblicare.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
19(12) [19(13)]	Operazioni dei manager <i>Il permesso concesso dall'emittente al manager di negoziare durante closing period antecedenti la diffusione dei risultati economici di periodo.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
20(1) [20(3)]	Raccomandazioni di investimento <i>Corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione di interessi particolari o segnalazione di conflitti di interesse.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016.
32 [32(5)]	Segnalazione di violazioni (wistleblowing) <i>Procedure per la segnalazione di violazioni, compresi i dispositivi di segnalazione, le modalità con cui viene dato seguito alle segnalazioni, le misure per la tutela delle persone che esercitano un'attività lavorativa in base a un contratto di lavoro e le misure per la tutela dei dati personali.</i>	Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 della Commissione del 17 dicembre 2015.

5.2. Tabella di riepilogo delle misure di livello 3

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 3
7(1)b [7(5)]	Informazione privilegiata: strumenti derivati su merci <i>Elenco indicativo non esaustivo delle informazioni che si può ragionevolmente prevedere siano pubblicate o che devono essere obbligatoriamente pubblicate.</i>	<i>“Final Report. Guidelines on MAR - information reasonably expected or required to be disclosed on commodity derivatives markets or related spot markets”</i> del 30 settembre 2016 (ESMA/2016/1412).
11 [11(11)]	Sondaggi di mercato <i>Obblighi diretti alle persone che ricevono sondaggi di mercato.</i>	<i>“Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of</i>

		<i>disclosure of inside information” del 13 luglio 2016 (ESMA/2016/1130).</i>
17(4) [17(11)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Elenco indicativo dei legittimi interessi degli emittenti e delle situazioni in cui il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può indurre in errore il pubblico.</i>	<i>“Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information” del 13 luglio 2016 (ESMA/2016/1130).</i>