

Dicembre 2019

La revisione del Regolamento MAR nella consultazione sul parere tecnico dell'ESMA alla Commissione Europea

Giovanni Falcone, Professore straordinario di diritto dell'economia nell'Università "Pegaso"

1. Premessa

Il 3 ottobre scorso l'ESMA ha posto in consultazione (conclusasi il 29 novembre) un documento riferito alla revisione del Regolamento MAR 596/2014, relativo agli abusi di mercato¹: è lo stesso Regolamento (art. 38) a prevedere che la Commissione debba presentare al Parlamento e al Consiglio una "relazione sull'applicazione" del Regolamento, eventualmente accompagnata da una proposta di modifica. Allo scopo di adempiere a tale compito, la Commissione ha peraltro previamente richiesto all'ESMA un parere tecnico sugli "argomenti" della relazione che dovrà trasmettere: questa, in estrema sintesi, la genesi del documento.

I temi oggetto della relazione della Commissione sono, in realtà, già pre-definiti dal Regolamento, nello stesso articolo 38²: nondimeno l'ESMA ha colto l'occasione per far conoscere alcuni orientamenti maturati anche su aspetti non rientranti all'interno di tale perimetro, aumentando in tal modo l'interesse suscitato dal documento, sottolineato anche dall'attenzione manifestata in ambito domestico (in particolare da Assonime, che ha, a sua volta, organizzato le proprie osservazioni in un documento organico, che

¹ L'ordinamento interno è stato adeguato alle disposizioni del Regolamento MAR per mezzo del D. Lgs. n. 107 del 2018, adottato in attuazione della legge di delegazione europea n. 167 del 2017: sul punto P. VALENSISE – A. SACCO GINEVRI – I. BUI, *L'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni europee sugli abusi di mercato (MAR)*, in *dirittobancario.it*, sez. *Approfondimenti*, settembre 2018.

² La relazione che la Commissione deve presentare al Parlamento e al Consiglio deve valutare, tra l'altro: a) l'opportunità di introdurre norme comuni relative alla necessità che tutti gli Stati membri prevedano sanzioni amministrative per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato; b) la questione se la definizione di "informazioni privilegiate" sia sufficiente a includere tutte le informazioni pertinenti affinché le autorità competenti possano combattere efficacemente gli abusi di mercato; c) l'adeguatezza delle condizioni alle quali è imposto il divieto di negoziazione a norma dell'articolo 19, paragrafo 11, con l'obiettivo di identificare eventuali ulteriori circostanze nelle quali dovrebbe applicarsi il divieto; d) la possibilità di istituire nell'Unione in relazione agli abusi di mercato un quadro in materia di sorveglianza trasversale del mercato con riferimento al portafoglio degli ordini di negoziazione (order book), comprese le raccomandazioni in vista di tale quadro; nonché e) l'ambito di applicazione delle disposizioni relative agli indici di riferimento (benchmarks)".

affronta il tema della revisione del Regolamento con un angolo visuale ancor più ampio³). Tra i punti di particolare rilievo oggetto del documento dell'ESMA, la definizione di “informazione privilegiata”, l'applicazione della disciplina del c.d. “ritardo”, le cc.dd. “*insider list*”, le operazioni dei *manager*, e la disciplina in materia di sondaggi di mercato.

2. I confini oggettivi e soggettivi della nozione di “informazione privilegiata”

L'argomento rappresentato dalla nozione di “informazione privilegiata” appare di particolare momento⁴: ESMA pone in rilievo, al riguardo, l'eventuale opportunità di pervenire ad una nozione “unitaria” (dal momento che l'art. 7 del Regolamento la differenzia a seconda che abbia per oggetto gli strumenti finanziari o i derivati su merci – circoscrivendone l'ambito in questo secondo caso⁵), sondando l'opinione dei partecipanti alla consultazione in merito ad una eventuale “estensione” della nozione relativa ai derivati su merci (più restrittiva), in maniera tale da portarla a coincidere con quella relativa agli strumenti finanziari (più ampia). Sotto il profilo del perimetro soggettivo di applicazione della nozione, inoltre, significative appaiono le considerazioni in materia di informazione acquisita da persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari⁶, in merito al possibile fenomeno del c.d. *front-running* (vale a dire della condotta di chi, incaricato della esecuzione di un ordine, ed essendo a

³ ASSONIME, *La revisione del Regolamento sugli abusi di mercato: la posizione di Assonime*, in *Note e Studi*, n. 11/2019. All'indomani della entrata in vigore della disciplina europea (ma prima dell'esercizio da parte del Governo della delega conferita dalla legge n. 167 del 2017), Assonime aveva al riguardo emanato un documento su *La disciplina sugli abusi di mercato: problemi e incertezze nell'applicazione per le società italiane e alcune ipotesi interpretative*, in *Note e Studi* 15/2016; e successivamente è intervenuta con riferimento a tematiche specifiche, così in materia di *La disciplina degli abusi di mercato: indicazioni interpretative su alcuni profili delle operazioni dei manager e dei registri insiders*, in *Note e Studi* 3/2017.

⁴ E' da ricordare che l'ordinamento domestico rimanda direttamente alla nozione di informazione privilegiata contenuta nel Regolamento MAR, per effetto di quanto previsto dall'art. 180 T.U.F., come modificato ad opera del già citato D. Lgs. n. 107 del 2018.

⁵ Infatti, secondo l'art. 7, par. 1, lett. b) del Regolamento MAR, perché si possa avere una informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci è necessario che ricorra anche la condizione che “si tratti di un'informazione che si possa ragionevolmente attendere sia comunicata o che debba essere obbligatoriamente comunicata conformemente alle disposizioni legislative o regolamentari dell'Unione o nazionali, alle regole di mercato, ai contratti, alle prassi o alle consuetudini, convenzionali sui pertinenti mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti”. ESMA al riguardo evidenzia che la conseguente limitazione del perimetro della nozione di informazione privilegiata è funzionale a consentire ai produttori di merci di accedere agli strumenti derivati con finalità di copertura; d'altra parte, però, la diversa perimetrazione potrebbe fare sì che un produttore di merci non quotato potrebbe comunicare a terze parti informazioni che, se fosse quotato, sarebbero da considerarsi privilegiate; e tali terzi potrebbero fare *trading* utilizzando tali informazioni, ciò che sarebbe considerato *insider dealing* se la medesima informazione fosse ricevuta da una società quotata.

⁶ In tal caso, infatti, per “informazione privilegiata” si intende anche, secondo l'art. 7, par. 1, lett. d), del Regolamento MAR, “l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente, avente un carattere preciso e concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari, sul prezzo dei contratti a pronti su merci collegati o sul prezzo di strumenti finanziari derivati collegati”.

conoscenza di un imminente ordine o transazione su uno strumento finanziario, utilizzi tale informazione per acquistare o disporre degli strumenti finanziari interessati prima dell'ordine o della transazione corrispondente). Per queste ultime, infatti, l'ordine pendente rappresenta una informazione privilegiata: ma, per converso, nulla è previsto per gli amministratori dell'emittente, per l'emittente in quanto soggetto e per gli investitori istituzionali: ma in questi casi – evidenza ESMA – si potrebbe ragionevolmente ritenere applicabile (non la lettera d) ma) la lettera a) del par. 1 dell'art. 7 (considerando quindi così ugualmente l'informazione come privilegiata); aggiungendo, inoltre, che le disposizioni del “plesso normativo MiFID II e MiFIR” (in particolare le regole relative alla protezione dell'investitore⁷), potrebbero trovare applicazione anche ai comportamenti di *front-running*, e, quindi, considerarsi parallele (e, pertanto, in qualche misura, “suppletive”, laddove quelle del Regolamento MAR non dovessero considerarsi applicabili). Da ultimo, viene preso in considerazione il caso della “*request for quote*” (lett.: richiesta di preventivo), vale a dire della proposta con la quale il richiedente indica al *market maker* la quantità e la tipologia di strumento finanziario che intende acquistare o vendere, allo scopo di farsi proporre una quotazione/prezzo. Se a tale richiesta segue quello che nella prassi viene indicato come “*pre-hedging*” (vale a dire l'attività del *broker* che, pur non avendo ancora ricevuto l'ordine, sulla base della sola richiesta di quotazione, provvede alla copertura della posizione) la possibilità che il *broker* utilizzi l'informazione ricevuta dal cliente per operare in conto proprio (ed in potenziale conflitto con il cliente stesso) fa sì che la “*request for quote*” si trasformi in una informazione privilegiata. ESMA, evidenziando la necessità di una maggiore trasparenza da parte dei *brokers* nei confronti del cliente in merito all'utilizzo del “*pre-hedging*”, non esprime un giudizio definitivo rispetto a tale prassi, limitandosi a evidenziare come la stessa possa da un lato risolversi favorevolmente sia per il cliente (consentendogli di ottenere un miglior prezzo) che per il mercato (riducendo l'effetto di turbativa che conseguirebbe ad ordini importanti); ma, per converso, possa pure concretizzarsi in una condotta recante più benefici per il *broker* che per il cliente, interrogando i partecipanti – oltre che su i possibili benefici per le imprese, i clienti ed il funzionamento del mercato - in merito alle misure utilizzate ed a quelle utilizzabili per fare fronte ai rischi inerenti.

3. L'istituto del “ritardo”

Il ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni può, secondo l'art. 17, par. 4, del Regolamento MAR, avvenire sotto la responsabilità di questi ultimi, al

⁷ ESMA fa, in particolare, riferimento alle previsioni dell'art. 24 del Regolamento (UE) 2014/600 (MiFIR), secondo cui le imprese di investimento devono operare “in modo onesto, equo e professionale e in maniera da rafforzare l'integrità del mercato”, operare in modo da servire al meglio gli interessi dei propri clienti (art. 24 MiFID II), adottare misure sufficienti per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti (art. 27 MiFID II), rispettare le regole per la gestione degli ordini dei clienti (art. 28 MiFID II), e adottare ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse (art. 23 MiFID II).

ricorrere di una serie (concomitante) di condizioni specificamente indicate nella norma⁸. In questi casi, è inoltre previsto che gli obbligati notificano il ritardo all'autorità competente fornendo una spiegazione in ordine alle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni previste al riguardo o, in alternativa, trasmettano all'autorità, su richiesta di quest'ultima, la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo (quest'ultima essendo l'opzione fatta propria dal nostro Paese con il D. Lgs. n. 107 del 2017⁹ – salvo il caso del “ritardo” applicato da enti creditizi o istituzioni finanziarie¹⁰).

Sul punto l'ESMA, prendendo atto di una evidente diversificazione della disciplina del ritardo tra gli Stati membri, ha peraltro evidenziato la necessità di istituire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure per l'identificazione, la gestione e la diffusione di informazioni privilegiate in maniera adeguata rispetto all'entità, alle dimensioni e alla natura dell'attività dell'emittente: in sostanza, si vuole istituire un controllo sul “ciclo di vita” dell'informazione, anche allo scopo di verificare nel continuo la necessità della sua

⁸ Sul punto deve ricordarsi che ESMA ha emanato, il 20 ottobre 2016, degli specifici *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*. All'indomani della entrata in vigore del Regolamento MAR, Assonime aveva evidenziato (*Note e Studi*, 15/2016, 5) come, in conseguenza della possibilità – alla luce della nuova normativa – di considerare come informazioni privilegiate anche le tappe intermedie di un processo prolungato, questo avrebbe comportato in sostanza l'anticipazione della comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, evitabile unicamente con il ricorso al ritardo, del quale quindi si preconizzava un molto più largo uso (ancorché si tratti di istituto, di per sé, di uso tendenzialmente eccezionale). La stessa Assonime, nel più recente documento *Note e Studi* 11/2019, 18, ritiene maturi i temi per un declino della natura “eccezionale” del ritardo, a tale conclusione pervenendo anche alla luce di orientamenti espressi dalla Consob del 2017 in tema di linee guida sulla gestione delle informazioni privilegiate.

⁹ Quest'ultimo ha infatti modificato l'art. 114 T.U.F., il cui terzo comma prevede che “gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettono su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, par. 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione”. Come sottolineano P. VALENSISE – A. SACCO GINEVRI – I. BUI, *L'adeguamento*, cit., 5, peraltro, gli emittenti dovranno comunque informare immediatamente l'autorità dell'avvenuto ritardo: quello che cambia è che lo non dovranno notificare immediatamente la “registrazione” delle spiegazioni del ritardo, che dovrà essere fornita successivamente, soltanto nel caso di richiesta in tal senso proveniente dalla Consob. Sono state in questo modo accolte le valutazioni di opportunità svolte da Assonime nel già citato documento del 2016 (*Note e Studi* 15/2016, 10).

¹⁰ Tale peculiarità è presa in considerazione nei par. 5 e 6 del medesimo articolo 17 del Regolamento MAR: in questi casi vige un regime di notifica preventiva e di necessaria autorizzazione del “ritardo” da parte dell'autorità. A quest'ultimo riguardo, la Consob, con il proprio comunicato del 1 ottobre 2018, ha informato di avere adottato una policy interna sull'autorizzazione della richiesta degli emittenti di ritardare la pubblicazione di informazioni privilegiate con potenziale impatto sistemico. La stessa ESMA, il 1 ottobre 2018, ha pubblicato un documento Q&A sul regolamento MAR, riferite alla applicazione del “ritardo” in caso di società quotata che sia “ente creditizio” o “istituto finanziario”. Più in generale, ESMA evidenzia la necessità di un raccordo tra la disciplina generale contenuta nel Regolamento MAR e la disciplina settoriale dettata per enti creditizi ed istituzioni finanziarie (in particolare le direttive CRD, CRR, BRRD), e sottopone ai partecipanti alla consultazione l'opportunità di ricomprendere, nell'ambito soggettivo di applicazione delle disposizioni del Regolamento relative ad enti creditizi od istituzioni finanziarie, anche l'emittente quotato che non sia una banca o una istituzione finanziaria, ma che controlli direttamente una banca o una istituzione finanziaria, sia questa quotata oppure no.

pubblicazione o la ricorrenza delle condizioni per il “ritardo”; e propone, al riguardo, di adottare alla gestione delle informazioni privilegiate il medesimo sistema adottato per la segnalazione delle operazioni sospette, di cui all’art. 16 del Regolamento.

Da ultimo, ESMA evidenzia che, facendo applicazione del “ritardo”, ben potrà darsi anche la circostanza in cui *medio tempore* l’informazione perda la natura di “*price sensitive*”: a tale riguardo, nel documento Q&A aveva già espresso l’opinione che, in questi casi, si sia già al di fuori dell’ambito oggettivo di applicazione del Regolamento (e che, conseguentemente, l’emittente non sia neppure obbligato a comunicare al pubblico l’informazione, né ad informare l’autorità competente, ai sensi dell’art. 17, par. 4, che la *disclosure* è stata ritardata). Nel documento, peraltro, ESMA – lasciando supporre una sorta di possibile “ripensamento” - porta l’attenzione anche sulla circostanza che, d’altra parte, la notifica del ritardo permette comunque alle autorità di identificare meglio possibili casi di *insider dealing* verificatisi prima che l’informazione perda la sua natura privilegiata, richiedendo l’opinione dei partecipanti alla consultazione in merito alla opportunità, di fare luogo comunque, perciò, alla notifica del ritardo all’autorità.

4. Le “*insider list*”

Il regolamento MAR dedica l’art. 18 al tema degli elenchi di persone aventi accesso ad informazioni privilegiate (disciplina che è stata integrata dal Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/347, con riguardo alle norme tecniche relative al formato degli elenchi). La disciplina corrente (in particolare, quella contenuta nell’art. 2 del citato Regolamento) prevede la istituzione di un elenco distinto per sezioni (ciascuna dedicata ad una informazione privilegiata specifica), usualmente definito “registro occasionale”, con la possibilità di aggiunta di una sezione supplementare nella quale sono inseriti i dati di coloro che hanno *sempre* accesso a *tutte* le informazioni privilegiate (altrettanto usualmente definito “registro permanente”, il cui scopo è quello di evitare di dover ripetere i dati dei titolari in ciascuna delle liste). La preoccupazione manifestata al riguardo dall’ESMA¹¹ è, da un lato, quella per una “inflazione” dell’elenco (rispetto a tale eventualità, ESMA esprime l’avviso che gli emittenti debbano dotarsi di sistemi e di controlli di verifica di chi in concreto abbia avuto accesso ad una parte di informazione privilegiata, e non anche di chi potrebbe averlo avuto, dal momento che il pericolo è quello di inserire nella lista soggetti che potrebbero avere avuto accesso ad una informazione privilegiata, anche se in realtà questo non è mai accaduto¹²); e, in particolare, del “registro permanente” (in questo caso la lista dovrebbe essere molto

¹¹ E’ da evidenziare che ESMA non è stata specificamente richiesta di parere da parte della Commissione sullo specifico punto delle “*insider list*”, e tuttavia ha ritenuto opportuno svolgere alcune osservazioni in merito alle persone da includere negli elenchi, al ruolo del registro permanente, e, più in generale ad eventuali miglioramenti che potrebbero essere apportati alla disciplina.

¹² A sostegno di tale interpretazione ESMA ricorda che il considerando 57 del Regolamento MAR fa riferimento alla circostanza che gli elenchi possono “costituire uno strumento utile per consentire alle autorità competenti di identificare le persone aventi accesso alle informazioni privilegiate e la data in cui *hanno avuto accesso*”; e che gli allegati al Regolamento di Esecuzione, relativi ai modelli di elenco, fanno riferimento a “data e ora in cui il titolare *ha ottenuto l’accesso* a informazioni privilegiate”.

circoscritta: secondo ESMA dovrebbe ricomprendere il CEO, il CFO, il Segretario, il Presidente del CdA, il responsabile della funzione legale, il *compliance officer* e i Direttori Tecnici).

Nella prospettiva di una riduzione dell'onere amministrativo a carico degli emittenti, ESMA ritiene che l'art. 18 del Regolamento possa essere modificato prevedendo che l'emittente indichi una sola persona fisica per ciascuna persona giuridica operante in nome o per conto dell'emittente che abbia accesso all'informazione privilegiata, e che ciascuna delle persone giuridiche deve includere nel proprio elenco le persone fisiche o giuridiche che hanno accesso alla singola informazione privilegiata che lavorano per l'emittente sulla base di un contratto di impiego (o sulla base di qualsiasi altra soluzione organizzativa negli stessi termini)¹³.

5. Le operazioni dei *manager*

Più “sfumato” (e, conseguentemente, più aperto alle opinioni dei partecipanti alla consultazione) appare l'atteggiamento di ESMA sulla eventualità di apportare modifiche alla disciplina delle operazioni di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, controllo, e direzione (cui è dedicata la disciplina contenuta nell'art. 19 del Regolamento MAR)¹⁴. Qui l'interesse dell'ESMA è, in particolare, per l'eventuale modifica delle soglie previste dall'art. 19, par. 1-bis, lett. a) e b) e rilevanti per far scattare la deroga all'obbligo di notifica (all'emittente e all'autorità competente) da parte dei *manager*; mentre, per quanto riguarda il divieto di compiere operazioni durante il “periodo di chiusura”, l'Autorità evidenzia l'opportunità di estendere il divieto (posto per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, controllo e direzione), anche alle persone “strettamente legate” con queste ultime e agli emittenti in quanto tali, oltre che di estendere la deroga a tale divieto anche al caso della necessità della vendita immediata di strumenti finanziari diversi dalle azioni (e non soltanto al caso, già previsto, della necessità di vendita immediata delle azioni stesse).

6. I sondaggi di mercato

Il Regolamento MAR affronta l'argomento del sondaggio di mercato nell'articolo 11, che lo definisce come “*comunicazione di informazioni, anteriormente all'inizio di*

¹³ Il punto è oggetto di un commento molto analitico nel già citato documento di ASSONIME (*Note e studi*, n. 11/2019).

¹⁴ Sulla tematica si sofferma lungamente, invece, il documento di ASSONIME, *cit.*, che evidenzia come a parere dell'Associazione sia necessario: - che il regolatore domestico eserciti l'opzione prevista dal MAR, facendo sì che sia l'Autorità competente a diffondere al pubblico le informazioni (e non l'emittente); - ritenere compatibile con il MAR il fatto possa essere l'emittente, per conto delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione, a notificare le operazioni dei *manager* all'Autorità Competente; - continuare a ritenere compatibile con il MAR, in sede di interpretazione dell'art. 114-bis TUF, l'esclusione dall'obbligo di notifica della assegnazione gratuita di azioni in esecuzione di piani di incentivazione variabile approvati dall'assemblea (includendo invece le vendite rivenienti). E' da ricordare che nell'ordinamento domestico l'obbligo di notifica è esteso dall'art. 114, co. 7, T.U.F. anche agli azionisti rilevanti e alle persone ad essi strettamente legate.

un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori, da parte di: a) un'emittente; b) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità o valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori; c) un partecipante al mercato delle quote di emissioni; oppure d) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera a), b) o c)".

Si tratta di una prassi che il Regolamento considera positivamente (*considerando* 32), evidenziando però la eventualità che venga in tal modo veicolata la comunicazione di informazioni privilegiate (*considerando* 34): conseguentemente predisponendo una serie di condizioni al ricorrere delle quali detta comunicazione, laddove condotta in occasione di un sondaggio di mercato, resta esente da sanzioni, stabilendo (art. 11, par. 4) in particolare i requisiti (indicati nei parr. 3 e 5) al ricorrere dei quali la comunicazione di informazioni privilegiate all'interno di un sondaggio viene considerata effettuata "durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione" (art. 10, par. 1).

In merito alle eventuali modifiche all'art. 11 ESMA assume una posizione più marcata (e non semplicemente recettiva dei suggerimenti dei partecipanti alla consultazione), nel senso di una affermazione decisa della natura obbligatoria (e non puramente opzionale¹⁵) dei requisiti normativi richiesti per la "copertura" normativa per le informazioni privilegiate comunicate nel corso di un sondaggio nel rispetto delle condizioni previste, e della armonizzazione dell'apparato sanzionatorio in relazione alla violazione dell'art. 11¹⁶. Nello stesso tempo, però, ESMA auspica anche una rivisitazione della nozione di sondaggio di mercato, allo scopo di delimitarne la portata oggettiva, e una maggiore attenzione al rapporto tra emittente e potenziale investitore, al fine di individuare con maggiore precisione il momento a partire dal quale deve applicarsi la relativa disciplina, concludendo nel senso della necessità di un alleggerimento degli oneri (soprattutto informativi, ma anche relativi alla acquisizione del consenso del potenziale investitore) previsti per poter procedere alla comunicazione di informazioni privilegiate sotto lo schermo protettivo apprestato dal Regolamento¹⁷.

¹⁵ Nel documento, infatti, ESMA assume che "*has been made aware of a different reading whereby the market sounding regime and the relevant requirements would be a mere option for DMPs to benefit from the protection from the allegation of unlawful disclosure of inside information*".

¹⁶ Secondo l'articolo 30, par. 1, del Regolamento MAR, "fatti salvi le sanzioni penali e i poteri di controllo delle autorità competenti a norma dell'articolo 23, gli Stati membri, conformemente al diritto nazionale, provvedono affinché le autorità competenti abbiano il potere di adottare le sanzioni amministrative e altre misure amministrative adeguate in relazione *almeno*" ad una serie di disposizioni del Regolamento, tra le quali non figura l'art. 11: perciò, evidenzia ESMA, gli Stati membri possono adottare a livello domestico norme intese a sanzionare la violazione dell'art. 11.

¹⁷ Il giudizio sulla particolare "onerosità" della procedura è espresso anche nel recente documento di Assonime più volte in precedenza citato.

7. Conclusioni

E' inevitabile che una fonte normativa quale il Regolamento MAR, destinata a declinarsi costantemente nella applicazione alle sempre mutevoli prassi di mercato, finisca per essere soggetta ad una attività di “manutenzione” altrettanto costante: quest’ultima, del resto, non è confinata alle considerazioni che la Commissione svolgerà nella sua relazione al Parlamento – anche sulla scorta del parere tecnico che sarà reso dall’ESMA all’esito della consultazione – dal momento che, oltre alle vere e proprie modifiche apportate al Regolamento successivamente alla sua emanazione, la stessa ESMA è intervenuta in più occasioni a chiarire a livello interpretativo l’ambito di applicazione di molte norme contenute nello stesso¹⁸. Si tratta, quindi, di una regolamentazione, per così dire, “naturalmente *in fieri*”, rispetto alla quale lo stesso interprete è chiamato ad una attività di adeguamento “nel continuo”: segno implicito ma al contempo evidente della rilevante incidenza di tale complesso ed articolato apparato normativo.

¹⁸ In particolare attraverso lo strumento del documento contenente *Q&A*, periodicamente aggiornato (l’ultimo aggiornamento risale allo scorso 29 marzo 2019).