

Maggio 2016

Market Abuse Regulation: le norme tecniche di attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014

Paolo Iemma e Nadia Cuppini, Dipartimento Financial Markets, Gianni Origoni Grippo Cappelli & Partners

Il 3 luglio 2016 entrerà in vigore il Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito il “**MAR**”), che sostituirà l’attuale quadro normativo introdotto dalla Direttiva 2003/6/CE (“**MAD1**”) relativa agli abusi di mercato, istituendo un quadro comune di regolamentazione in materia di abuso di informazioni privilegiate, comunicazioni illecite di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

Con l’adozione del MAR, il legislatore europeo ha inteso aggiornare e rafforzare il quadro previgente, estendendone l’ambito di applicazione a nuovi mercati e nuove strategie di negoziazione e introducendo nuovi requisiti volti a prevenire gli abusi di mercato, con l’obiettivo di garantire l’integrità dei mercati finanziari dell’Unione e di rafforzare la tutela degli investitori e la fiducia nel mercato.

Al fine di specificare le nuove disposizioni, il MAR ha conferito alla Commissione europea il potere di adottare specifici atti delegati, volti ad agevolare la conformità dei partecipanti al mercato al MAR e la sua applicazione da parte delle autorità competenti.

In adempimento di tale mandato, il 17 dicembre 2015 la Commissione ha quindi adottato il Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522 (di seguito il “**Regolamento Delegato**”) che integra il MAR in una serie di elementi essenziali riguardanti: (a) l’esclusione di taluni organismi pubblici e delle banche centrali di paesi terzi dall’ambito di applicazione del MAR; (b) gli indicatori di manipolazione del mercato stabiliti nell’allegato I del MAR; (c) le soglie per la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di partecipanti al mercato delle quote di emissione; (d) la specificazione dell’autorità competente per le notifiche dei ritardi nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate; (e) le circostanze nelle quali l’emittente può consentire la negoziazione durante un periodo di chiusura; ed (f) i tipi di operazioni condotte da coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione soggette a notifica. Il Regolamento Delegato entrerà in vigore il 3 luglio 2016, contestualmente all’entrata in vigore del MAR.

Il presente contributo si propone di fornire una breve analisi delle modalità con cui i suddetti elementi essenziali sono stati declinati nel Regolamento Delegato, con particolare riferimento agli aspetti di maggiore innovazione previsti dalla nuova disciplina.

1. Il contributo dell'ESMA

Prima di passare all'esame del contenuto del provvedimento oggetto della presente analisi, occorre ricordare che esso è stato adottato anche sulla base di una relazione contenente un parere tecnico richiesto dalla Commissione all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (l'"ESMA"), che, ai sensi del Regolamento (UE) n. 1095/2010, opera come organismo consultivo indipendente della Commissione, potendo fornire a quest'ultima, su richiesta o di propria iniziativa, pareri su tutte le questioni connesse alla sua area di competenza.⁽¹⁾

L'ESMA ha fornito la propria relazione il 2 febbraio 2015, in esito ad un processo di consultazione che ha coinvolto diversi attori del mercato - tra cui associazioni europee e nazionali, emittenti, imprese di investimento, banche e gestori di mercati regolamentati - e che ha consentito all'ESMA di analizzare tutte le questioni tecniche e operative evidenziate dalle parti in relazione ai diversi argomenti trattati.⁽²⁾

Il parere tecnico fornito è stato esaminato dalla Commissione che ne ha recepito i contenuti all'interno del Regolamento Delegato.⁽³⁾

2. L'esclusione di taluni organismi pubblici e delle banche centrali di paesi

L'art. 6 del MAR prevede che determinati soggetti UE - tra cui i membri del SEBC, gli Stati membri, i relativi ministeri e agenzie - non siano soggetti al MAR nell'attuazione della politica monetaria, dei cambi o della gestione del debito pubblico, nella misura in cui agiscano nel pubblico interesse ed esclusivamente ai fini di dette politiche, conferendo alla Commissione europea il potere di adottare atti delegati per estendere tale esenzione a taluni organismi pubblici e banche centrali di paesi terzi (di seguito i "Soggetti Terzi").

In considerazione della natura globale dei mercati finanziari, dei differenti ordinamenti dei paesi terzi, nonché degli standard di gestione del rischio applicabili alle operazioni

⁽¹⁾ Cfr. "Request to ESMA for technical advice on possible delegated acts concerning the regulation on insider dealing and market manipulation", Ref. Ares(2013)3304576 - 21/10/2013, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/131023_esma-mandate_en.pdf

⁽²⁾ Cfr. "Final Report, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation", 3 febbraio 2015, ESMA/2015/224, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>.

⁽³⁾ Cfr. Relazione Commissione europea C(2015) 8943 final, Bruxelles 17 dicembre 2015, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2015/IT/3-2015-8943-IT-F1-1.PDF>.

che coinvolgono le giurisdizioni non UE, la Commissione ha chiesto all'ESMA di individuare le giurisdizioni dei paesi terzi più rilevanti da sottoporre a valutazione.

In base ai criteri indicati dall'ESMA, la Commissione europea ha selezionato 13 giurisdizioni che sono state esaminate da consulenti esterni ai fini delle valutazioni tecniche necessarie.⁽⁴⁾ Le analisi hanno messo a confronto le norme applicabili nelle giurisdizioni selezionate rispetto al quadro normativo previsto dal MAR, considerando, in particolare, i codici di condotta interni e/o etici applicabili ai Soggetti Terzi, le norme che limitano l'uso di informazioni riservate a fini personali e le misure che promuovono l'indipendenza del personale.

Ad esito delle analisi effettuate la Commissione europea ha concluso che fosse opportuno concedere l'esenzione dall'applicazione dei requisiti previsti dal MAR alle operazioni, ordini o condotte posti in essere nella conduzione della politica monetaria, dei cambi o della gestione del debito pubblico da parte dei Soggetti Terzi delle 13 giurisdizioni analizzate, in particolare delle banche centrali e degli uffici di gestione del debito di Australia, Brasile, Canada, Corea del Sud, Giappone, India, Messico, Regione amministrativa speciale di Hong Kong, Singapore, Stati Uniti d'America, Svizzera e Turchia, nonché della banca centrale della Cina, nella misura in cui si svolgano nel pubblico interesse ed esclusivamente ai fini di tali politiche.

La suddetta esenzione è stata quindi prevista nell'art. 3 del Regolamento Delegato.

3. Le comunicazioni di informazioni privilegiate nel mercato delle quote di emissione

Il MAR ha demandato alla Commissione l'adozione di un atto delegato volto a individuare le soglie di CO₂ e di potenza termica nominale ai fini dell'esenzione dalle comunicazioni al pubblico di informazioni privilegiate prevista dall'art. 17, par. 2, del MAR per certi partecipanti al mercato delle quote di emissione.

A tal fine, la Commissione ha incaricato l'ESMA di fornire il proprio parere tecnico in materia tenendo conto, in particolare, dello studio esterno sull'argomento commissionato dalla Direzione Generale Azione per il Clima della Commissione europea.⁽⁵⁾

⁽⁴⁾ Secondo quanto riportato nella relazione preparata dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 6 del MAR, la preparazione delle valutazioni è stata affidata al Centro di studi politici europei (CEPS) e all'Università di Bologna. Per ulteriori informazioni sulle analisi condotte sia rinvia alla relazione disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0647&from=IT>.

⁽⁵⁾ Cfr. Economic analysis for impact assessment on threshold for disclosure of non-public information on emission allowances, Europe Economics - Norton Rose Fulbright, 22 maggio 2014, http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/oversight/docs/ee_and_nrf_analysis_en.pdf.

Sulla base dell'analisi di costo beneficio illustrata nel suddetto studio esterno, l'ESMA ha concluso di poter raccomandare la soglia di CO₂ in 6 milioni di tonnellate all'anno e di potenza termica nominale di 2430MW.

Le suddette soglie sono state specificate all'art. 5 del Regolamento Delegato, che ha previsto, inoltre, che le stesse si applicano a livello di gruppo e che riguardano tutte le attività, incluse le attività di trasporto aereo o gli impianti che il partecipante al mercato delle quote di emissione possiede o controlla o, per le questioni operative, dei quali il partecipante è responsabile, totalmente o in parte.

4. Gli indicatori di manipolazione

Rispetto alla MAD1, il MAR estende l'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di abusi di mercato sotto diversi profili.

In primo luogo, mentre l'ambito di applicazione della MAD1 si concentrava sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali fosse stata presentata una domanda di ammissione alla negoziazione, il MAR include anche tutti gli strumenti finanziari negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF"), in sistemi organizzati di negoziazione ("OTF") e tutte le altre condotte o iniziative che possono avere un effetto su detti strumenti, a prescindere dal fatto che abbiamo o meno luogo in una sede di negoziazione.

Le disposizioni del MAR si estendono, inoltre, a nuove tipologie di strumenti finanziari, tra i quali vengono ricomprese le quote di emissione, a nuove tecnologie di negoziazione, incluse le negoziazioni algoritmiche e ad alta frequenza, nonché alle attività riguardanti gli indici di riferimento (*benchmarks*).

Con riferimento alla fattispecie di manipolazione del mercato, il nuovo ambito di applicazione del MAR ha richiesto un aggiornamento della definizione delle condotte rilevanti, che comprendono anche i casi di tentativo.

L'esame del nuovo quadro normativo rivela come l'impostazione generale utilizzata dal legislatore europeo al riguardo sia basata su tre pilastri fondamentali, dati dalla presenza: (a) di una definizione base delle attività che costituiscono manipolazione (art. 12, par. 1, del MAR); (b) di una lista esemplificativa di condotte che sono considerate manipolazione (art. 12, par. 2, del MAR); e (c) di un elenco non tassativo di indicatori di manipolazione del mercato (allegato I del MAR).

L'allegato I del MAR si presenta suddiviso in due paragrafi. Il primo contiene un elenco non esaustivo di indicatori di manipolazione del mercato che precisano le attività consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi a livelli anomali o artificiali, ai sensi dell'art. 12, par. 1, lett. a) del MAR. Il secondo contiene un elenco non esaustivo di indicatori che illustrano le condotte consistenti nell'utilizzare

strumenti fittizi o altri tipi di inganno o di espediente che incidono sui prezzi, ai sensi dell'art. 12, par. 1, lett. b), del MAR.

Al fine di specificare i suddetti indicatori e di chiarirne gli elementi essenziali, il Regolamento Delegato ha previsto una lista non esaustiva di prassi connesse a ciascuna delle condotte vietate. La lista contiene, sostanzialmente, esempi di attività da cui è possibile desumere l'esistenza di un'alterazione manipolata del mercato.

Non potendo dilungarci in questa sede in un'analisi dettagliata delle singole prassi individuate, in una prospettiva più generale si possono formulare le seguenti osservazioni.

Gli esempi contenuti nella lista derivano da un lavoro di aggiornamento ed integrazione delle prassi esplicitate in precedenti orientamenti adottati dal CESR ⁽⁶⁾ e dall'ESMA ⁽⁷⁾ durante la vigenza della MAD1 e rappresentano, quindi, l'evoluzione del quadro normativo in materia di manipolazione del mercato. A titolo esemplificativo si menziona l'inclusione di prassi relative a manipolazioni di strumenti finanziari che, in quanto componenti di un determinato indice di riferimento, possono indirettamente rivelare la manipolazione di un *benchmark*. Le misure volte a prevenire la manipolazione di *benchmark* costituiscono, infatti, un'importante novità prevista dal MAR a seguito dei casi di manipolazione del LIBOR-EURIBOR che hanno sconvolto il mondo della finanza nel 2012.

In coerenza con la natura non tassativa degli indicatori previsti dall'allegato I del MAR, anche la lista delle prassi in commento non ha carattere esaustivo. Conseguentemente, nella valutazione dei casi di manipolazione i partecipanti al mercato e le autorità sono invitati a tenere in considerazione eventuali ulteriori elementi non espressamente previsti, sulla base delle caratteristiche del caso concreto e secondo il principio di proporzionalità.

È importate evidenziare, infatti, che le condotte indicate tra le prassi di cui all'allegato II del Regolamento Delegato non costituiscono *per se* manipolazioni di mercato. Esse devono essere considerate dai partecipanti al mercato e dalle autorità competenti nell'analisi delle operazioni o degli ordini effettuati, ma non implicano automaticamente che la condotta posta in essere costituisca una violazione delle regole sugli abusi di mercato.

Come rilevato da un autore, è tuttavia probabile che nell'esperienza italiana, al pari di quanto avvenuto in passato in relazione agli orientamenti assunti dalle autorità del

⁽⁶⁾ "Market Abuse Directive - First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive", CESR/04-505b, pubblicato nel mese di maggio 2005. Al riguardo si veda anche Comunicazione CONSOB n. DME/5078692 del 29 novembre 2005.

⁽⁷⁾ "Guidelines on Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities", ESMA/2012/122, pubblicato nel mese di aprile 2012.

settore ⁽⁸⁾, gli indicatori di cui all'allegato I del MAR - e quindi anche le prassi di cui all'allegato II del Regolamento Delegato - siano utilizzati dalla giurisprudenza come una sorta di "legenda" per l'applicazione delle norme in materia, trasformando quello che dovrebbe essere un ausilio interpretativo in un elemento integrativo delle fattispecie di manipolazione indicate.

5. L'autorità competente per le notifiche dei ritardi nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate

L'art. 17, parr. 1 e 2, del MAR impongono agli emittenti di strumenti finanziari e ai partecipanti al mercato delle quote di emissione di comunicare al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che li riguardino direttamente.

L'obbligo può essere derogato al verificarsi di determinate condizioni previste dalla normativa applicabile. Ai sensi del MAR, in particolare, gli emittenti strumenti finanziari e i partecipanti al mercato delle quote di emissione possono ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate quando, tra l'altro, ritengano che la comunicazione immediata di dette informazioni pregiudicherebbe i loro legittimi interessi e il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico.

L'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la possibilità di ritardare dette comunicazioni era già previsto dalla MAD1. L'art. 17 del MAR introduce, però, importanti modifiche, tra cui si evidenzia, in particolare: (a) l'estensione dell'ambito di applicazione agli emittenti strumenti finanziari negoziati in MTF e OTF; (b) l'estensione dell'ambito di applicazione ai partecipanti al mercato delle quote di emissione; (c) l'introduzione di un'ulteriore possibilità di ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate al fine di preservare la stabilità del sistema finanziario; e (d) l'introduzione di obblighi di notifica all'autorità competente in caso di ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate.

Con riferimento a quest'ultimo punto, il MAR introduce due diverse tipologie di notifica a seconda del tipo di ritardo in questione: (a) una notifica *ex post* all'autorità competente prevista nella generalità dei casi, applicabile sia agli emittenti strumenti finanziari sia ai partecipanti al mercato delle quote di emissione; e (b) una notifica *ex ante* volta ad ottenere l'autorizzazione dell'autorità competente nel caso di ritardi connessi alla stabilità del sistema finanziario, applicabile esclusivamente agli emittenti che siano enti creditizi o istituti finanziari.

Per quanto riguarda l'autorità competente a ricevere dette notifiche, l'art. 22 del MAR prevede in generale che essa sia identificata nell'autorità dello Stato membro della sede

⁽⁸⁾ *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, di Federico Consulich, in *Le Società*, aprile 2016, p. 65 e ss.

di negoziazione in cui gli strumenti finanziari siano stati ammessi alla negoziazione o siano negoziati.

Tale criterio pone un problema di identificazione dell'autorità competente nel caso in cui, ad esempio, gli strumenti finanziari degli emittenti siano negoziati in sedi di negoziazione di diversi Stati membri.

Al fine di sciogliere la questione il Regolamento Delegato ha previsto specifici criteri volti a garantire che in tutti i casi l'unica autorità competente a ricevere la notifica sia l'autorità maggiormente interessata alla vigilanza del mercato e ad evitare che l'emittente eserciti un potere di discrezionalità.

Con riferimento ai partecipanti al mercato delle quote di emissione, la scelta dell'autorità competente dello Stato membro in cui lo stesso è registrato prevista nel Regolamento Delegato rappresenta una soluzione che soddisfa sia l'esigenza di individuare con certezza un'unica autorità competente, sia quella di limitare gli oneri amministrativi connessi, in quanto evita la necessità di effettuare notifiche multiple e simultanee a diverse autorità competenti.

6. La negoziazione durante un periodo di chiusura

L'art. 19, par. 11, del MAR vieta a una persona che eserciti funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso un emittente (di seguito "**Soggetti Rilevanti**") di effettuare operazioni durante un periodo di chiusura, ossia un periodo di 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno secondo le regole della sede di negoziazione o in base al diritto nazionale.

Il divieto di effettuare operazioni durante un periodo di chiusura non ha, tuttavia, un carattere assoluto. L'art. 19, par. 12, del MAR prevede, infatti, che l'emittente possa consentire a un Soggetto Rilevante di negoziare nel corso di un periodo di chiusura (a) in base ad una valutazione caso per caso, in presenza di *circostanze eccezionali* quali gravi difficoltà finanziarie della persona che impongano la vendita immediata di azioni; o (b) in ragione delle *caratteristiche della negoziazione* nel caso delle operazioni effettuate contestualmente o in relazione a un piano di partecipazione azionaria dei dipendenti o un piano di risparmio, una garanzia o diritti ad azioni, o ancora operazioni in cui l'interesse beneficiario del titolo in questione non è soggetto a variazioni.

Al fine di chiarire le ipotesi suddette, il Regolamento Delegato ha previsto elementi volti a precisare sia le circostanze eccezionali di cui sopra alla lettera a), sia le caratteristiche della negoziazione di cui sopra alla lettera b).

Con riferimento al primo punto, ai sensi dell'art. 8 del Regolamento Delegato sono considerate eccezionali le situazioni estremamente urgenti, impreviste e impellenti, che non siano imputabili al Soggetto Rilevante. Tra queste situazioni rientrano, ad esempio,

l'adempimento di obblighi giuridicamente opponibili e il pagamento a terzi ove il Soggetto Rilevante non abbia altri mezzi per soddisfare la pretesa.

Per quanto riguarda le caratteristiche della negoziazione che consentono l'effettuazione di operazioni durante il periodo di chiusura, ai sensi dell'art. 9 del Regolamento Delegato assumono rilievo, tra l'altro, le situazioni in cui il Soggetto Rilevante *(a)* non abbia alcun potere discrezionale riguardo agli strumenti attribuiti o concessi nell'ambito del piano per i dipendenti; *(b)* effettui un trasferimento da un conto ad un altro allo stesso intestato a condizione che il trasferimento non comporti variazioni del prezzo degli strumenti finanziari; e *(c)* acquisti una garanzia o diritti relativi ad azioni dell'emittente e la data finale di tale acquisizione è compresa nel periodo di chiusura, a condizione che siano dimostrati all'emittente i motivi per cui l'acquisizione non ha avuto luogo in altro momento e l'emittente accetti la spiegazione.

7. Le operazioni dei Soggetti Rilevanti soggette a notifica

In considerazione dell'importanza attribuita alla trasparenza dei mercati finanziari, l'art. 19 del MAR impone ai Soggetti Rilevanti, nonché alle persone a loro strettamente legate (le "PSL"), di notificare all'emittente e all'autorità competente le proprie operazioni concernenti quote o titoli di credito o altri strumenti finanziari ad essi collegati.

Rispetto al quadro normativo previgente, il MAR estende l'obbligo di notifica sotto due profili. Il primo deriva dalla più ampia definizione di strumenti finanziari coperti, che include strumenti ammessi alla negoziazione, o per i quali una richiesta di ammissione alla negoziazione sia stata presentata, in un mercato regolamentato o MTF, e gli strumenti negoziati in OTF o in OTC. Il secondo riguarda l'applicazione dell'obbligo non solo alle azioni - come precedentemente previsto - ma anche ai titoli di credito o strumenti derivati o altri strumenti finanziari ad essi collegati e alle quote di emissione, ai prodotti oggetto d'asta sulla base di esse o ai relativi strumenti derivati.

Al riguardo il MAR prevede che l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissione abbia l'obbligo di garantire che le informazioni notificate siano pubblicate tempestivamente e non oltre tre giorni lavorativi dopo la data dell'operazione.

L'art. 19, par. 7, del MAR contiene un elenco non esaustivo di tre tipi di operazioni soggette a notifica: *(a)* la cessione in garanzia o in prestito di strumenti finanziari; *(b)* le operazioni effettuate da coloro che predispongono o eseguono operazioni a titolo professionale, oppure da chiunque altro per conto di Soggetti Rilevanti, o di una PSL, anche quando è esercitata la discrezionalità; e *(c)* talune operazioni svolte nell'ambito di un'assicurazione sulla vita.

Al fine di specificare le suddette operazioni, il Regolamento Delegato ha previsto una lista esemplificativa di operazioni che includono, tra l'altro, l'acquisizione, la cessione o l'esercizio di diritti, compresi le opzioni put e opzioni call, e di warrant, la

sottoscrizione di un aumento di capitale o un'emissione di titoli di credito, le operazioni condizionali subordinate al verificarsi delle condizioni e all'effettiva esecuzione delle operazioni.