

Aprile 2018

Le Linee Guida della Consob in materia di abusi di mercato

Francesco Mocci e Pietro Lorenzi, Studio Legale Zitiello Associati

1. Premessa

Il 3 luglio 2016 è divenuto applicabile nell'ordinamento italiano il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (di seguito il "MAR" o il "Regolamento"), provvedimento che ha introdotto la nuova disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato abrogando quella precedente, ossia la Direttiva n. 2003/6/CE (di seguito la "MAD" o la "Direttiva n. 2003/6/CE") e le sue misure di esecuzione ed attuazione.

Il legislatore comunitario, a differenza di quanto fatto in sede di emanazione della disciplina previgente, ha deciso di utilizzare quale "contenitore" delle nuove disposizioni sugli abusi di mercato un regolamento, ossia un provvedimento direttamente applicabile negli Stati membri, con il dichiarato fine assicurare l'introduzione di una disciplina uniforme in tutta l'Unione ⁽¹⁾.

Il 3 luglio 2016 le nuove regole sul *market abuse* sono dunque divenute applicabili d'imperio nel nostro ordinamento, senza la necessità di essere recepite dal legislatore italiano con l'adozione di provvedimenti normativi interni, il che ha creato problemi di coordinamento tra la disciplina comunitaria sopravvenuta, dominante, e quella preesistente interna, recessiva, e mai formalmente abrogata.

Ad oggi il legislatore italiano non ha ancora provveduto ad attuare quelle parti del MAR che prevedevano l'intervento degli Stati membri (ossia le parti non direttamente

¹⁾ Il Considerando n. 5) del Regolamento MAR prevede che "per eliminare i residui ostacoli agli scambi e le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali ed evitare l'insorgere di ulteriori ostacoli agli scambi e notevoli distorsioni della concorrenza, occorre quindi adottare un regolamento che stabilisca un'interpretazione più uniforme del quadro dell'Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri. Adottare la forma del regolamento per le norme relative agli abusi di mercato garantirà che tali norme siano direttamente applicabili. Ciò assicura inoltre condizioni uniformi impedendo che vengano adottate norme nazionali divergenti in conseguenza del recepimento di una direttiva. Il presente regolamento imporrà un'applicazione uniforme delle stesse regole in tutta l'Unione. Esso ridurrà inoltre la complessità normativa e le spese di adeguamento alla stessa per le società che operano su base transfrontaliera, contribuendo così a eliminare le distorsioni della concorrenza".

applicabili del Regolamento) e ad operare una necessaria opera di coordinamento delle disposizioni di cui al D. Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58 (di seguito il “TUF”) alla disciplina comunitaria sopravvenuta, ciò nonostante il Governo sia stato delegato a porre in essere tale attività già con la Legge di delegazione europea del 2014 ⁽²⁾. Attesa la mancata attuazione di tale delega il Governo, con la Legge di delegazione europea del 2016, è stato nuovamente delegato a svolgere tali attività, delega i cui termini per l’attuazione sono ancora pendenti ⁽³⁾.

La Consob invece, più solerte del legislatore, ha avvertito la necessità di allineare le disposizioni regolamentari domestiche al dettato della nuova disciplina comunitaria sul *market abuse*. Attraverso l’emanazione della delibera n. 19925 del 22 marzo 2017 (di seguito la “Delibera”), che ha apportato modifiche al Regolamento Mercati, al Regolamento Emittenti ed al Regolamento operazioni con parti correlate, la Consob ha abrogato le disposizioni secondarie in contrasto con il MAR ed operato un coordinamento fra norme europee e le disposizioni nazionali di secondo livello ⁽⁴⁾.

Alla luce di quanto sopra, il quadro normativo che ne emerge è senz’altro poco felice. A livello primario ci si trova di fronte a disposizioni, mai formalmente abrogate, incompatibili con la disciplina comunitaria e ad una disciplina interna che necessita di essere coordinata con quella comunitaria, il che obbliga l’interprete a dover verificare, di volta in volta, se le disposizioni del TUF siano ancora attuali a fronte dell’entrata in vigore del MAR. Paradossalmente, invece, a livello secondario l’intervento della Consob ha comportato il coordinamento della disciplina regolamentare nazionale con quella comunitaria, fermo restando che a breve si renderà necessario un nuovo intervento della Consob quando il Governo attuerà la delega ricevuta dando attuazione a quelle parti del MAR che necessitano di essere attuate dai singoli Stati membri, non essendo direttamente applicabili.

In questo contesto normativo, in data 6 aprile 2017, e quindi pochi giorni dopo l’adozione della Delibera (22 marzo 2017), la Consob ha posto in consultazione il testo di due Guide Operative aventi rispettivamente ad oggetto la “*Gestione delle Informazioni Privilegiate*” da parte degli emittenti e le “*Raccomandazioni di investimento*”. Tali Guide Operative, che saranno poi ribattezzate Linee Guida ad esito della consultazione, sono figlie dei dubbi del mercato percepiti dalla Consob in sede di consultazioni relative alla Delibera, dell’intervenuta stratificazione della normativa di livello primario e di quanto emerso nel corso dell’*Open Hearing* dedicata al tema del *market abuse*. Sono tali circostanze che hanno infatti spinto la Consob a “*predisporre adeguati strumenti che consentano agevolmente agli operatori di ricostruire il diritto vigente, articolato su più livelli ed una pluralità di atti, e, al contempo, forniscano*

²⁾ Legge 9 luglio 2015, n. 114.

³⁾ Legge 25 ottobre 2017, n. 163. L’art. 8 concede al Governo 6 mesi dalla sua entrata in vigore per attuare la delega conferita in materia di *market abuse*.

⁴⁾ Comunicato stampa della Consob del 6 aprile 2017.

chiarimenti applicativi sulle corrette modalità di adempimento degli obblighi imposti”⁽⁵⁾.

Ad esito del procedimento di consultazione la Consob, in data 13 ottobre 2017, ha emanato il testo definitivo della Linee Guida in materia di “*Gestione delle Informazioni Privilegiate*” e di “*Raccomandazioni di investimento*” (di seguito le “Linee Guida”), fornendo due utili strumenti ai destinatari della relativa disciplina.

La particolare utilità delle Linee Guida risiede nel fatto che le stesse, tenendo conto della stratificazione legislativa registrata, forniscono ai destinatari un ausilio nell’applicazione della normativa di riferimento, e ciò tenendo conto tanto delle disposizioni contenute nel MAR, nei suoi regolamenti attuativi e nelle indicazioni fornite dall’ESMA quanto dalla disciplina nazionale vigente di primo e di secondo livello. Oltre a tali disposizioni cogenti, le Linee Guida contengono anche numerose indicazioni della Consob in materia che, a dire della stessa Autorità, non hanno carattere prescrittivo e, pertanto, la loro mancata attuazione non costituisce di per sé una violazione della disciplina in materia di *market abuse*, ciò anche in applicazione del principio di proporzionalità a cui le Linee Guida fanno più volte espresso riferimento. Le disposizioni di carattere prescrittivo e quelle di valore indicativo sono distinte graficamente all’interno delle Linee Guida al fine di consentirne un rapido distinguo.

2. Linee Guida in materia di “*Gestione delle informazioni privilegiate*”

Le Linee Guida in materia di “*Gestione di informazioni privilegiate*” hanno quali destinatari gli emittenti di strumenti finanziari, vigilati della Consob, soggetti all’obbligo di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate che li riguardano⁽⁶⁾, con espressa esclusione degli emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all’art. 116 del TUF. Tali soggetti infatti, ove i relativi strumenti finanziari non siano negoziati su un MTF, sono esclusi dall’ambito applicativo del MAR⁽⁷⁾. La Consob precisa inoltre che le Linee Guida possono essere utili, in relazione all’adempimento dei relativi obblighi, anche alle società in rapporto di controllo con l’emittente e ai soggetti inseriti nell’*Insider List* degli emittenti, pur non essendone questi i diretti destinatari.

Le Linee Guida, senza introdurre oneri aggiuntivi per gli emittenti rispetto a quelli già previsti a livello comunitario, hanno ad oggetto le misure organizzative che l’emittente deve porre in essere per essere *compliant* alla normativa di riferimento (di seguito il

⁵⁾ Documento di Consultazione del 6 aprile 2017 avente ad oggetto la “*Proposta di adozione di due comunicazioni recanti l’adozione delle Guide Operative “Gestione delle Informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento”*”

⁶⁾ Obbligo che si applica “*agli emittenti che hanno chiesto o autorizzato l’ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato regolamentato in uno Stato membro o, nel caso di uno strumento negoziato solo su un MTF o su un OTF, agli emittenti che hanno autorizzato la negoziazione dei loro strumenti finanziari su un MTF o su un OTF o che hanno chiesto l’ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un MTF in uno Stato membro*”.

⁷⁾ Ai quali trova applicazione la diversa disciplina di cui agli artt. 109 e ss. del regolamento Emittenti.

“Processo”) nonché la dinamica con la quale si snodano le relative procedure attuative (si seguito la “Procedura”).

Le Sezioni I e II delle Linee Guida sono di carattere introduttivo mentre le Sezioni da III a VII integrano degli *steps* in cui si articola la Procedura di cui gli emittenti si devono dotare, come risulta in maniera molto chiara dalla *flow-chart* contenuta nel provvedimento in esame. Le Linee Guida si concludono con la Sezione VIII che contiene il glossario e l’elenco degli atti normativi europei rilevanti in materia e con un’Appendice allegata contenente l’analisi di un caso concreto afferente “*la revisione annuale del bilancio di esercizio*” che aiuta l’emittente a dare concreta applicazione al Processo ed alla Procedura disciplinate dalla Linee Guida.

La Sezione II delle Linee Guida, denominata “*Organizzazione e sistema informativo interno*”, dispone che l’emittente, tenendo conto del proprio sistema di governance e delle funzioni coinvolte, si deve dotare di un’idonea procedura scritta volta alla gestione delle informazioni privilegiate che lo riguardano. Tale Sezione prevede inoltre che gli emittenti, indipendentemente dalla tipologia di modello societario prescelto, istituiscano una “Funzione Gestione Informazioni Privilegiate” (di seguito “FGIP”) volta alla gestione ed applicazione tanto del Processo che della Procedura, indicandone in maniera analitica i compiti. È inoltre previsto che l’emittente individui al suo interno, per ciascuno dei principali tipi di informazioni rilevanti, le “Funzioni Organizzative Competenti Informazioni Privilegiate” (di seguito “FOCIP”), ossia le singole funzioni o unità organizzative che, per loro natura, sono coinvolte nella trattazione di determinate tipologie di informazioni privilegiate.

La Sezione III indica le corrette modalità per “*Individuare le informazioni rilevanti*”, sottolineando *in primis* che l’emittente, al fine di assolvere all’obbligo di pubblicare quanto prima possibile le informazioni privilegiate che lo riguardano, deve effettuare un puntuale monitoraggio delle fasi prodromiche alla pubblicazione. In particolare l’emittente deve individuare i “*tipi di informazioni rilevanti*”, ossia le tipologie di informazioni che, in un secondo momento, potrebbero divenire privilegiate, e, successivamente, in tale categoria di informazioni l’emittente deve rinvenire le “*specifiche informazioni rilevanti*”, ossia le “*singole informazioni che ... risultano effettivamente rilevanti in quanto possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata*”⁽⁸⁾.

La mappatura delle informazioni rilevanti può essere effettuata considerando i tipi di informazioni privilegiate che solitamente sono rese pubbliche dall’emittente o da società comunitarie comparabili, nonché l’elenco esemplificativo di informazioni privilegiate contenuto nelle Linee Guida stesse. Viene sottolineata l’importanza di una stretta collaborazione tra la FGIP e le FOICP, in quanto queste ultime informano la prima sulla sussistenza ed evoluzione delle singole specifiche informazioni rilevanti. Le specifiche

⁸⁾ Linee Guida in materia di Gestione delle informazioni privilegiate, pag. 13.

informazioni rilevanti sono inserite nella “*Relevant Information List*” (di seguito “RIL”), che include anche i soggetti che hanno accesso a tali informazioni e che viene gestito con le medesime modalità dell’*Insider List*. Della corretta tenuta della RIL è responsabile la FGIP.

La Sezione IV delle Linee Guida, dopo aver rinviato alla definizione di informazione privilegiata contenuta nel MAR, individua le quattro condizioni per cui un’informazione possa dirsi tale, condizioni che gli emittenti devono considerare nell’attuazione del Processo e nella redazione della Procedura. In particolare l’informazione è privilegiata ai fini della comunicazione al pubblico se possiede congiuntamente i quattro seguenti requisiti:

- 1) l’informazione riguarda direttamente l’emittente. Non devono dunque essere rese pubbliche le informazioni che riguardano indirettamente l’emittente, ossia quelle che originano da soggetti esterni rispetto a quest’ultimo. Le Linee Guida forniscono un elenco non esaustivo di informazioni che non riguardano direttamente l’emittente;
- 2) l’informazione non è stata resa pubblica. In linea generale l’informazione che non è stata resa pubblica è quella che non è stata pubblicata con le modalità previste dalla disciplina di riferimento in quanto fino a che l’informazione non è oggetto di formale pubblicazione gli investitori, pur potendo conoscerla per altre vie, potrebbero ritenere che la stessa non sia ancora certa. È pertanto escluso, in linea di massima, che l’informazione pubblicata unicamente da soggetti terzi rispetto all’emittente possa essere considerata pubblica in quanto la certezza sulla reale situazione dell’emittente può averla solo quest’ultimo. Tuttavia nei casi in cui l’informazione sia “anticipata” da agenzie di stampa che assicurano che la fonte della stessa è l’emittente (e non solo il suo *top management*) l’informazione può essere considerata pubblica e dunque non privilegiata. L’informazione può altresì considerarsi pubblica nel caso in cui la stessa sia stata pubblicata, ai sensi della disciplina di riferimento, da altri emittenti coinvolti nella vicenda sottostante all’informazione;
- 3) l’informazione ha carattere preciso, requisito che ricorre se sussistono due condizioni, ovvero se l’informazione:
 - i) fa riferimento ad una circostanza o ad un evento sussistenti o che si può ragionevolmente ritenere che si verificheranno. Un’informazione può avere carattere preciso anche se, dal punto di vista statistico, il futuro verificarsi dell’evento o circostanza non è sicuro al 100% ma soltanto probabile (non sono però sufficienti meri *rumors* o congetture);
 - ii) è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari. Tale requisito ricorre quanto l’informazione è tale da consentire ad un investitore ragionevole di prendere

una decisione di investimento senza rischio o comunque con un rischio molto basso e quando è probabile che al momento della sua pubblicazione i partecipanti al mercato opererebbero sulla base della stessa;

- 4) l'informazione è idonea ad avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento (il c.d. carattere materiale dell'informazione). La valutazione sul probabile effetto significativo sui prezzi deve avvenire sulla base di una valutazione *ex ante* e la significatività deve essere valutata non attraverso criteri quantitativi e soglie fisse ma caso per caso tenendo in considerazione il mercato di riferimento. Le Linee Guida riportano poi degli indicatori che devono essere presi in considerazione al fine di valutare *ex ante* se l'informazione possa avere un effetto significativo sui prezzi. In particolare si ritiene che le informazioni abbiano carattere materiale se in passato informazioni della medesima tipologia hanno avuto un significativo effetto sui prezzi, se precedenti ricerche o pareri di analisti finanziari hanno ritenuto il tipo di informazione come *price sensitive* ovvero se l'emittente ha già trattato informazioni della stessa specie come privilegiate.

Le Linee Guida indicano poi numerosi criteri per valutare il carattere materiale e preciso dell'informazione ai quali gli emittenti possono fare riferimento per adempiere agli obblighi che la disciplina in materia di *market abuse* pone a loro carico.

La Sezione V dispone che gli emittenti, dopo aver formalizzato la decisione di considerare un'informazione rilevante come privilegiata, procedono alla sua segregazione. La segregazione avviene mediante la creazione di una serie di barriere volte ad evitare l'accesso all'informazione privilegiata da parte di soggetti, interni o esterni all'emittente, che non necessitano di accedervi nel normale esercizio della propria funzione o della propria attività professionale.

Tra le misure per segregare l'informazione assume innanzitutto importanza l'*Insider List* che altro non è che un elenco di tutte le persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate che riguardano l'emittente nel periodo intercorrente tra il momento in cui l'informazione è stata qualificata come privilegiata ed il momento in cui l'informazione è stata pubblicata, siano essi dipendenti o collaboratori dell'emittente, consulenti esterni, revisori, operatori di agenzie di *rating* o persone che hanno un rapporto di collaborazione professionale presso una società in rapporto di controllo con l'emittente. L'*Insider List* è suddivisa in sezioni, una per ogni informazione privilegiata, che contengono i nominativi dei soggetti che hanno accesso all'informazione privilegiata a cui la sezione si riferisce. Oltre a tali sezioni gli emittenti possono decidere di introdurre una sezione dedicata ai titolari ad accesso permanente che contiene i nominativi di quei soggetti che per la loro particolare funzione hanno accesso a tutte le informazioni privilegiate dell'emittente. L'*Insider List* è redatta, in formato elettronico, secondo le tassative indicazioni previste dalla disciplina di

riferimento, ed in particolare secondo il Modello allegato al Regolamento di Esecuzione n. 347/2016. È inoltre previsto che l'*Insider List* contenga anche il numero di telefono dei soggetti inseriti nella stessa, così da consentire all'autorità di vigilanza competente di effettuare indagini, chiedendo i tabulati telefonici, senza necessità di formulare ulteriori richieste di informazioni all'emittente o al presunto trasgressore, richieste che potrebbero compromettere le indagini in corso. La FGIP è responsabile della tenuta dell'*Insider List* e questa è informata dalle FOCIP delle persone che hanno avuto accesso alle informazioni privilegiate ai fini dell'inserimento nell'elenco.

Le persone che agiscono in nome e per conto di un emittente devono redigere una propria *Insider List*, il che rende possibile la sussistenza di divergenze nella considerazione della natura privilegiata di un'informazione tra tale soggetto e l'emittente. Le Linee Guida sembrano considerare tale eventualità come fisiologica e non impongono alcun obbligo di coordinamento tra i due soggetti, limitandosi a suggerire che l'emittente, qualora venga a conoscenza della natura privilegiata attribuita ad un'informazione da parte di chi agisce in suo nome e per suo conto, consideri tale circostanza ai fini di operare le proprie valutazioni. Ogni soggetto rimane infatti responsabile della redazione e tenuta solo della propria *Insider List*.

La normativa di riferimento dispone che i soggetti inseriti nell'*Insider List* devono prendere atto, per iscritto, degli obblighi giuridici che ne derivano ed essere a conoscenza delle sanzioni che possono derivare in caso di abuso dell'informazione privilegiata.

Quando l'informazione cessa di avere natura privilegiata l'emittente indica questa circostanza nell'*Insider List* e ne dà comunicazione ai soggetti ivi indicati.

La Sezione VI delle Linee Guida attiene alla possibilità per l'emittente di ritardare la pubblicazione delle informazioni privilegiate che lo riguardano.

In primo luogo le Linee Guida suggeriscono all'emittente di valutare se le specifiche informazioni rilevanti, prima di acquisire natura privilegiata, hanno potenzialmente i requisiti che consentono il ritardo della comunicazione al pubblico, così da velocizzare il processo decisionale dell'emittente al riguardo. Nell'ipotesi in cui, invece, le informazioni assumano natura privilegiata in modo non prevedibile *ex ante* gli emittenti devono effettuare la valutazione sulla possibilità di ritardare la comunicazione al pubblico nel più breve tempo possibile.

La disciplina di riferimento dispone che perché un emittente, sotto la propria responsabilità, possa ritardare la comunicazione al pubblico di un'informazione privilegiata, devono sussistere congiuntamente tre seguenti condizioni:

- a) l'immediata comunicazione al pubblico potrebbe probabilmente pregiudicare i legittimi interessi dell'emittente. Le Linee Guida forniscono un corposo elenco di tali situazioni, elenco che si basa su quanto disposto nel MAR, negli Orientamenti

e Final report ESMA e nelle Comunicazioni Consob. In ogni caso resta sempre in capo all'emittente l'onere di fornire una spiegazione sulla sussistenza nella situazione specifica di un legittimo interesse che verrebbe pregiudicato da un'immediata comunicazione al pubblico;

- b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico. Anche con riferimento a tale condizione le Linee Guida forniscono un elenco di situazioni in cui tale requisito può dirsi sussistente;
- c) l'emittente è in grado di garantire la riservatezza dell'informazione privilegiata. A tal fine l'emittente deve definire una serie di misure volte a proteggere le informazioni privilegiate sia verso l'interno che verso l'esterno, evitando l'accesso all'informazione da parte di persone diverse da quelle che devono accedervi nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione. Tali misure devono essere adottate conformemente al principio di proporzionalità e, pertanto, quanti più soggetti sono a conoscenza dell'informazione tanto più stringenti devono essere le misure implementate. L'informazione privilegiata deve in ogni caso essere comunicata al pubblico quanto vi siano *rumours* sufficientemente accurati sull'avvenuto ritardo dell'informazione privilegiata o quando questa sia stata comunicata ad uno o più soggetti terzi non tenuti ad obblighi di riservatezza.

Una volta che l'emittente, valutata la sussistenza dei necessari requisiti, decide di ritardare la comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata deve formalizzare la sua decisione e registrare le relative informazioni (i.e. data e ora del ritardo, stima della data di pubblicazione dell'informazione, identità dei soggetti che hanno assunto la decisione, identità delle persone che effettueranno il monitoraggio continuativo, prova del soddisfacimento delle condizioni) su uno strumento tecnico che assicuri la leggibilità, l'accessibilità e la conservazione delle stesse.

L'emittente, una volta ritardata la comunicazione al pubblico, deve monitorare il perdurare della sussistenza delle condizioni che hanno consentito il ritardo e, nel caso in cui una di queste venga meno, lo stesso è tenuto a procedere quanto prima alla relativa pubblicazione.

Successivamente alla pubblicazione l'emittente deve notificare alla Consob la circostanza che l'informazione appena pubblicata è stata oggetto di ritardo, fornendo l'illustrazione di come le condizioni per il ritardo siano state soddisfatte. La notifica non è dovuta se, dopo la decisione di ritardare la pubblicazione, l'informazione non viene comunicata al pubblico poiché ha perso il suo carattere privilegiato.

La Sezione VII delle Linee Guida ha ad oggetto le modalità di pubblicazione delle informazioni privilegiate. La disciplina di riferimento dispone che le informazioni privilegiate che riguardano direttamente l'emittente devono essere comunicate al pubblico "*quanto prima possibile*", lasso temporale che la Consob individua nel tempo

necessario per redigere il relativo comunicato stampa e per la sua successiva trasmissione al “Sistema per la Diffusione delle Informazioni Regolamentate (di seguito “SDIR”) o ai *media*. Le Linee Guida suggeriscono agli emittenti, nei casi in cui l’informazione assuma il carattere privilegiato in un momento prevedibile, di predisporre preventivamente una bozza di comunicazione al pubblico, accertandosi che le persone coinvolte nel processo di pubblicazione siano pronte a procedere, ciò con la chiara finalità di ridurre i tempi tecnici della pubblicazione. In caso contrario, ossia nell’ipotesi in cui l’informazione assuma carattere privilegiato in un momento non prevedibile, il “*quanto prima possibile*” comprende anche il tempo necessario all’emittente per valutare se ritardare o meno la comunicazione al pubblico.

Le Linee Guida inoltre, al fine consentire alla Consob e alla società di gestione del mercato sul quale gli strumenti finanziari dell’emittente sono negoziati il tempestivo esercizio delle rispettive attività di vigilanza, suggeriscono agli emittenti, in caso di pubblicazione di informazioni privilegiate di particolare rilievo, di informare tali soggetti con congruo anticipo, anche informalmente.

L’emittente è tenuto a pubblicare l’informazione privilegiata secondo modalità che “*consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva dell’informazione da parte del pubblico*” ⁹⁾, ossia mediante uno SDIR o attraverso la diffusione in proprio mediante strumenti tecnici adeguati. Le Linee Guida indicano le modalità pratiche con le quali gli emittenti, a seconda della loro natura, devono procedere alla pubblicazione.

È inoltre previsto che gli emittenti pubblichino e mantengano sul loro sito *internet* per almeno cinque anni le informazioni privilegiate oggetto di comunicazione al pubblico. Queste devono essere collocate, in ordine cronologico, in una sezione facilmente accessibile del sito ed accompagnate dalla data ed ora della propria divulgazione. Le Linee Guida indicano inoltre degli specifici criteri sulle modalità di gestione della sezione del sito *internet* degli emittenti dedicata alla pubblicazione delle informazioni privilegiate.

È poi precisato che gli emittenti debbano prestare la massima attenzione e prudenza nei rapporti con gli organi di informazione quando comunicano informazioni rilevanti con modalità diverse da quelle utilizzate per la pubblicazione delle informazioni privilegiate. In tali occasioni gli emittenti devono infatti evitare di alimentare aspettative o di creare effetti fuorvianti per il mercato.

È inoltre previsto che, al fine di tutelare la parità informativa tra i diversi operatori, gli emittenti che organizzano o partecipano ad incontri con analisti finanziari o operatori del mercato debbano comunicare previamente alla Consob e alla società di gestione del mercato data, luogo e argomenti dell’incontro (ivi incluso il materiale messo a disposizione dei partecipanti) e aprire l’incontro anche ad esponenti della stampa

⁹⁾ Art. 17, Par. 1, del Regolamento n. 596/2014.

economica (oppure, in alternativa, effettuare un comunicato stampa contenente gli argomenti trattati). Ovviamente nel corso di tali incontri non devono essere comunicate informazioni privilegiate che non siano ancora o contestualmente state oggetto di comunicazione al pubblico.

3. Linee Guida in materia di “Raccomandazioni di investimento”

Le Linee Guida in materia di raccomandazioni di investimento si compongono di quattro sezioni: la prima, denominata “Premessa”, individua i destinatari, l’ambito oggettivo, le finalità e le modalità di aggiornamento delle Linee Guida, la seconda illustra le “Modalità di elaborazione e diffusione delle raccomandazioni di investimento”, la terza individua le “Condizioni e circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento” e la quarta contiene il “Glossario ed elenco degli atti normativi europei”.

Le Linee Guida sono espressamente rivolte a quei soggetti che elaborano e/o diffondono “informazioni che raccomandano o consigliano una strategia d’investimento”⁽¹⁰⁾ e “raccomandazioni in materia di investimenti”⁽¹¹⁾, così come definite dal MAR. La Consob ritiene che le Linee Guida possano altresì essere utili ai soggetti destinatari delle raccomandazioni di investimento, ai soggetti cui pervengono informazioni volte a raccomandare o consigliare una strategia di investimento, agli emittenti oggetto di raccomandazioni d’investimento nonché ai giornalisti che diffondono informazioni in merito a raccomandazioni di investimento.

L’oggetto delle Linee Guida è quello di supportare i destinatari nella gestione degli obblighi relativi:

- i) alla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento;
- ii) alla comunicazione degli interessi e dei conflitti di interesse delle persone che producono e/o diffondono le raccomandazioni di investimento;
- iii) alle modalità di diffusione delle raccomandazioni.

¹⁰⁾ Definite dall’art. 3, par. 1, n. 34, del MAR come “informazioni:

i) elaborate da un analista indipendente, da una società di investimento, da un ente creditizio, da altre persone la cui principale attività consiste nell’elaborazione di raccomandazioni in materia di investimenti o da una persona fisica che lavori per loro in base a un contratto di lavoro o altro, che esprimono, direttamente o indirettamente, una particolare proposta di investimento in merito a uno strumento finanziario o a un emittente; o

ii) elaborate da persone diverse da quelle di cui al punto i), che propongono direttamente una particolare decisione di investimento relativa a uno strumento finanziario”.

¹¹⁾ Definite dall’art. 3, par. 1, n. 35, del MAR come “informazioni destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a consigliare, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito a uno o a più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti”.

Le stesse illustrano inoltre le condizioni e circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento.

La Sezione II delle Linee Guida sottolinea l'eterogeneità che la nozione di raccomandazione di investimento può assumere per dimensione, oggetto, denominazione e finalità nonché le diverse modalità con le quali si può procedere alla relativa diffusione (a mero titolo esemplificativo: verbale: *call-conference*, telefonata, conferenza audio e video; elettronica: *e-mail*, *chat*, siti *internet*, *blog*; sistemi di messaggistica istantanea: *whatsapp*, *telegram*).

Le Linee Guida poi, dopo aver richiamato le nozioni di raccomandazione di investimento contenute nel MAR e i chiarimenti contenuti nelle Q&A dell'ESMA, precisano che non rientrano in tale categoria le comunicazioni che esprimono valutazioni su variabili macroeconomiche, materie prime, settori industriali, indici, valute, comparti e tassi e che non si riferiscono ad uno specifico strumento finanziario od emittente. Del pari non rientrano nella nozione di raccomandazione di investimento le comunicazioni che si limitano a riportare informazioni puramente fattuali, eventi o notizie relativi a strumenti finanziari ed emittenti o quelle che, essendo di carattere personalizzato, rientrano nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Con riferimento agli obblighi informativi le Linee Guida prevedono che chiunque produca o diffonda raccomandazioni di investimento è tenuto a predisporre misure e/o procedure volte ad assicurare che le informazioni siano presentate al pubblico in maniera corretta e che gli interessi o i conflitti di interessi siano comunicati in maniera efficace. Viene anche specificato che i soggetti tenuti agli obblighi informativi non sono solo i soggetti che producono professionalmente raccomandazioni di investimento ma anche i cd "esperti" ⁽¹²⁾, prevedendo degli indicatori volti ad individuare i soggetti che rientrano in tale categoria.

In attuazione del principio di proporzionalità le Linee Guida prevedono che le informazioni che devono essere rese, in alcuni casi, possono essere fornite con modalità più flessibili rispetto all'inserimento delle stesse all'interno della raccomandazione di investimento (tipicamente quando si fa riferimento a raccomandazioni di lunghezza ridotta). In tali casi il soggetto che produce o diffonde le raccomandazioni può semplicemente limitarsi ad inserire all'interno delle stesse il luogo ove il destinatario può accedere direttamente e gratuitamente alle informazioni di cui è prescritta la divulgazione (es. un *link* al sito dell'intermediario).

¹²⁾ Per esperto si intende una persona che "che propone ripetutamente decisioni di investimento in relazione a strumenti finanziari e che:

i) si presenta come dotato di competenza o esperienza finanziaria;

ii) presenta la raccomandazione in modo tale da indurre gli altri a ritenere ragionevolmente che possieda competenza o esperienza finanziaria" (Art. 1, lett. a), del Regolamento Delegato n. 958/2016).

Le Linee Guida, così come previsto dalla disciplina europea in materia di *market abuse*, illustrano che anche chi diffonde raccomandazioni di investimento prodotte da soggetti terzi è tenuto all'adempimento di alcuni obblighi informativi, obblighi che sono più stringenti nella misura in cui maggiormente il diffusore si discosta dal contenuto originario della raccomandazione. In particolare la mera pubblicazione sul sito *internet* di un intermediario di una raccomandazione prodotta da soggetti terzi, senza che questa venga modificata, impone a quest'ultimo di fornire un'informativa sui propri conflitti di interessi, conflitti che saranno aggiuntivi a quelli del soggetto che ha elaborato la raccomandazione. Qualora invece un soggetto diffonda una raccomandazione di investimento prodotta da un terzo modificandola in maniera sostanziale, tale soggetto è tenuto, per la parte modificata, ai medesimi obblighi di informazione a cui è tenuto il produttore della raccomandazione, oltre a dover indicare ove reperire le informazioni sull'autore originario. La "modifica sostanziale" della raccomandazione deve essere valutata caso per caso e senz'altro sussiste laddove venga mutato il giudizio operativo ("buy", "hold", "sell") o il *target price*.

Inoltre, qualora il destinatario di una raccomandazione prodotta da terzi la diffonda ulteriormente, anche tale soggetto è tenuto a rendere le informazioni previste dal MAR e dalle sue disposizioni attuative. Ovviamente, anche in questo caso, la diffusione della raccomandazione presuppone che essa avvenga nei confronti del pubblico o tramite canali di distribuzione poiché, in caso contrario, non è applicabile la disciplina in materia di *market abuse*.

La Sezione III delle Linee Guida in esame si occupa dei casi in cui la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, potere che è conferito all'Autorità di vigilanza con la finalità, da un lato, di garantire che il pubblico sia correttamente informato e, dall'altro, di evitare l'andamento anomalo delle quotazioni.

In particolare la Consob, qualora ritenga che siano stati diffusi dati e informazioni non corretti relativi ad una raccomandazione di investimento o solo elementi parziali della stessa, può disporre la pubblicazione integrale delle raccomandazioni così da ripristinare la corretta informazione del pubblico ed il regolare svolgimento delle contrattazioni.

Le Linee Guida individuano poi le condizioni alla presenza delle quali la Consob può esercitare il potere di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento. Tali condizioni, che devono congiuntamente ricorrere, sono le medesime contenute nella precedente formulazione del comma 2 dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti che la Consob ha ritenuto di rimuovere da tale provvedimento ed esplicitare nelle Linee Guida, e sono:

- a) la presenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione di investimento;

- b) una sensibile variazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione e/o una sensibile variazione del volume degli scambi di detti strumenti rispetto a quelli del giorno precedente;
- c) l'avvenuta diffusione della raccomandazione.

Con riferimento alla circostanza di cui *sub. a)* è specificato che la stessa non sussiste nel caso in cui siano diffuse informazioni sulla raccomandazione estraneamente generiche o relative solo al giudizio operativo in quanto queste non sono ritenute idonee a produrre un quadro informativo non corretto o distorto. Inoltre, sempre con riferimento alla circostanza di cui *sub. a)*, perché questa sussista, devono ricorrere le ulteriori seguenti circostanze:

- 1) le informazioni sui contenuti della raccomandazione sono le uniche rilevanti diffuse nella giornata sull'emittente o sullo strumento finanziario interessato;
- 2) le informazioni sui contenuti della raccomandazione sono sufficientemente specifiche;
- 3) il quadro informativo riferito ai contenuti della raccomandazione non può ritenersi corretto in quanto sono diffuse informazioni errate o non veritiere in merito alla stessa, o informazioni parziali su elementi fondamentali della raccomandazione.

La circostanza *sub. b)* è valutata dalla Consob tenendo in considerazione l'andamento del mercato borsistico e del settore di riferimento dei titoli oggetto della raccomandazione di investimento, atteso che la "*sensibile variazione*" può manifestarsi in maniera diversa a seconda del settore di riferimento.