

Proposta di adozione di due comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative "Gestione delle Informazioni privilegiate" e "Raccomandazioni di investimento"

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

6 APRILE 2017

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 6 giugno 2017, *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

I. CONTESTO DI RIFERIMENTO

In data 25 novembre 2016 si è conclusa la consultazione pubblica sulle proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate, per l'adeguamento del quadro normativo alle nuove regole europee in materia di abusi di mercato, introdotte dal regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR") e dai relativi atti di livello 2.

Nell'ambito della consultazione sono pervenute richieste di chiarimenti sulla portata soggettiva e oggettiva delle regole contenute nel *corpus* europeo, alcune delle quali sono tuttora oggetto di approfondimento in sede europea da parte dell'ESMA.

Peraltro, in data 14 novembre 2016, si è svolta presso la sede della Consob l'*Open Hearing* dedicata al tema della *market abuse*, ove sono state fornite al mercato indicazioni di carattere applicativo delle regole europee, concernenti la gestione delle informazioni privilegiate, l'elenco delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate ("Insider List"), le operazioni dei manager e le operazioni di *buy-back*/stabilizzazione¹.

¹ La documentazione relativa alle tematiche affrontate è disponibile al seguente indirizzo:
http://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/seminario-mar-16-novembre-2016/10194

Come rappresentato nel documento di consultazione, l'applicazione diretta del nuovo *corpus* normativo nell'ordinamento nazionale, a decorrere dal 3 luglio 2016, ha comportato la necessità di ricostruire il quadro normativo effettivamente applicabile, tenuto conto della natura sovraordinata delle disposizioni di matrice europea (laddove direttamente applicabili in quanto complete ed esaustive), nonché del criterio di specialità in relazione alle materie trattate.

Le evidenze acquisite nell'ambito della consultazione pubblica, unitamente alle tematiche trattate nel corso della citata *Open Hearing* ha posto l'opportunità di 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 chiarimenti applicativi sulle corrette modalità di adempimento degli obblighi imposti, sotto forma di "Guide Operative".

Le Guide Operative sono strutturate in modo da essere direttamente fruibili dai soggetti destinatari, i quali sono chiaramente identificati, a rischio di non raggiungere con la medesima efficacia l'intera platea dei soggetti comunque interessati dalle disposizioni.

La presentazione degli argomenti è, quindi, prossima a quella che offrirebbe al destinatario un manuale operativo (*handbook*). Naturalmente, data la varietà delle realtà aziendali, la Guida Operativa non può che essere uno strumento intermedio, utile alla costruzione del manuale operativo aziendale.

Le Guide Operative non si interpongono nel dialogo tra l'ESMA e i partecipanti al mercato, già proficuamente avviato nella disciplina sugli abusi di mercato tramite le numerose Q&A pubblicate dall'ESMA e raccolte in un unico documento, pubblicato nel sito internet della Consob. Elemento innovativo dello strumento è la digitalizzazione dello stesso, che facilita l'immediato reperimento dei numerosi riferimenti normativi europei e nazionali, grazie ai collegamenti ipertestuali che raggiungono la disposizione esatta dell'atto cui fanno riferimento, tali da consentire l'agevole riconduzione delle specifiche parti di interesse applicativo per gli operatori ai molteplici atti dell'ESMA (prodotti sotto forma di Orientamenti, *Technical Advice* alla Commissione Europea, *Technical Standard*, *Final Report*, *Discussion Paper*, *Consultation Paper*, *Feedback Statement*, ecc.).

La Consob si impegna ad aggiornare le Guide Operative in modo da eliminare tempestivamente quelle eventuali parti che non dovessero essere più coerenti con nuove indicazioni fornite dall'ESMA. È previsto un controllo semestrale della validità delle Guide, ferma restando la necessità di interventi più rapidi ogni qual volta sia ravvisata.

La frequenza degli aggiornamenti è anche utile ad espandere le Guide Operative sia per raccogliere le richieste di chiarimenti provenienti da destinatari e *stakeholder* sia per superare eventuali difficoltà riscontrate nelle prassi applicative.

Nel medesimo senso, occorre premettere che anche le altre autorità dei principali Stati membri dell'U.E. (Francia, Germania, Regno Unito, Paesi Bassi)², hanno avvertito l'esigenza di fornire linee guida in sede di prima applicazione di MAR.

Conseguentemente, sono state predisposte due Guide Operative aventi ad oggetto la "Gestione delle informazioni privilegiate" e le "Raccomandazioni di investimento", allegate al presente documento, che si sottopongono alla consultazione del mercato.

I contenuti delle Guide Operative sostituiscono le precedenti indicazioni fornite dalla Comunicazione Consob n. DME/602705443 del 28 marzo 2006.

II. CONTENUTO DELLA PROPOSTA

1. Guida Operativa sulla "Gestione delle informazioni privilegiate"

Nel corso della precedente consultazione sulle modifiche regolamentari, più partecipanti hanno evidenziato la necessità di chiarimenti sugli obblighi per gli emittenti di pubblicare le informazioni privilegiate, in particolare con riferimento all'utilizzo della possibilità di ritardare la pubblicazione e all'attivazione dell'Insider List.

Facendo seguito a quanto delineato nel corso dell'*Open Hearing* del 14 novembre 2016, la Guida Operativa mette in evidenza come gli obblighi di pubblicazione vadano letti nell'ambito delle procedure organizzative interne dell'emittente in tema di circolazione dei flussi informativi, in modo coerente con il Sistema di Governance prescelto.

L'approccio di MAR richiede, quindi, che il processo aziendale volto alla pubblicazione delle informazioni privilegiate sia gestito dall'emittente in modo formalizzato in una apposita "Procedura" sulla "gestione" delle informazioni privilegiate: tale procedura non copre soltanto la parte finale del processo, cioè la pubblicazione delle informazioni, ma anche quelle fasi prodromiche che conducono l'emittente ad identificare e proteggere le informazioni rilevanti, cioè quelle informazioni suscettibili di assumere, in un secondo momento, natura privilegiata. Tale procedura consente di individuare, in modo strutturato e coeso con le altre procedure interne in tema di circolazione dei flussi informativi, il momento in cui la "specifica informazione rilevante" assume natura privilegiata.

Ciò postula che l'emittente adotti le opportune misure organizzative, anche prevedendo una funzione all'uopo dedicata, denominata esemplificativamente nella Guida "FGIP" (Funzione Gestione delle Informazioni Privilegiate), che assicuri la formalizzazione, l'implementazione e la corretta applicazione della Procedura, nonché la valutazione periodica di attuazione ed efficacia della stessa rispetto agli obblighi normativi e le conseguenti revisioni e aggiornamenti.

² Guide operative con finalità analoghe a quelle della presente sono state prodotte da altre autorità competenti europee: AMF – *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée* (DOC-2016-08), UK FCA – *Handbook*, Bafin – *Issuer Guideline* (in fase di aggiornamento), Q&A.

A tal fine, la Guida Operativa fornisce una serie di indicazioni di dettaglio per ciascuna delle principali fasi del Processo, anche per il tramite dell'“Analisi di un caso” relativo alla revisione del bilancio d'esercizio. In particolare, il processo aziendale è schematizzato in cinque fasi:

- T₁] individuazione delle specifiche informazioni rilevanti, partendo dalla mappatura dei flussi di informativi rilevanti;
- T₂] monitoraggio della circolazione di tali informazioni, anche sulla base del percorso che le specifiche informazioni rilevanti effettuano con il progredire del tempo attraverso le unità organizzative aziendali, secondo quanto definito nella Procedura stessa; monitoraggio, che si avvale, altresì, di una specie di Insider List, denominata Relevant Information List (“RIL”);
- T₃] individuazione del momento in cui la specifica informazione rilevante diviene privilegiata, cui seguono, pressoché parallelamente, sia la segregazione dell'informazione privilegiata (e l'attivazione dell'Insider List) sia la decisione in merito alla pubblicazione ovvero al ritardo della stessa;
- T₄] pubblicazione dell'informazione privilegiata, se così deciso in [T₃] o, in alternativa, l'avvio del monitoraggio da parte dell'emittente delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione;
- T₅] pubblicazione dell'informazione privilegiata al venir meno, ad esito del monitoraggio sub [T₄], delle condizioni che consentono il ritardo.

Di seguito si illustrano le principali tematiche oggetto della Guida in esame anche tenuto conto delle osservazioni pervenute nel corso della consultazione sulle modifiche regolamentari, sulla gestione delle informazioni privilegiate e dell'Insider List. Per un'analisi più dettagliata si rinvia allo schema della Guida Operativa allegata al presente documento.

1.1. Obblighi di pubblicazione delle informazioni privilegiate

Momento a partire dal quale l'informazione assume natura privilegiata

Più partecipanti³ alla consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento Emittenti (“RE”) hanno chiesto un chiarimento in ordine al momento a partire dal quale un'informazione deve ritenersi privilegiata, con particolare riferimento all'ipotesi delle fasi intermedie di un “processo prolungato” (articolo 7, paragrafo 3, MAR), anche con riferimento alla pubblicazione dei dati contabili di periodo. Tale momento è, infatti, cruciale al fine di individuare “quando” sorge l'obbligo per gli emittenti di pubblicare le informazioni privilegiate.

In proposito, la Guida Operativa illustra come l'individuazione di tale momento derivi direttamente dalla Procedura che l'emittente adotta per gestire i flussi di informazioni rilevanti. Ne segue che, al di là dell'individuazione del preciso momento in cui l'informazione assume natura privilegiata, individuazione che necessariamente risente di un certo margine di soggettività, ciò che rileva è che

³ Si fa riferimento ai contributi pervenuti da ABI, ASSOSIM e ASSONIME, nell'ambito della citata consultazione e ai quali si rinvia per ulteriori approfondimenti.

l'emittente si doti di una organizzazione capace di individuare tale momento e di provvedere a quanto richiesto dalla disciplina in modo conseguente e possibilmente coerente nel tempo.

Ciò posto, la Guida Operativa offre nella Sezione 4 una ricca serie di criteri ed esempi che possono aiutare l'emittente nell'ambito della valutazione dell'eventuale natura privilegiata della specifica informazione rilevante.

Attivazione del ritardo

La lettura rigorosa del *corpus* normativo europeo renderebbe l'attivazione del ritardo l'unico rimedio esperibile dagli emittenti per evitare di dover procedere a comunicare informazioni non ancora "mature". È stato posto in evidenza come la scelta di imporre una comunicazione "anticipata" rispetto al verificarsi di eventi o circostanze, come viceversa era previsto dalla previgente disciplina, porti con sé la possibilità che gli emittenti non siano in grado di stimare correttamente il verificarsi degli stessi e, soprattutto, che essi si trovino nella situazione di comunicare un'informazione privilegiata relativa a un evento non ancora verificatosi che, seppur ragionevolmente prevedibile, potrebbe in seguito non verificarsi, con l'eventualità che la diffusione al mercato di comunicazioni di segno opposto o contrastanti possa, nei fatti, creare fenomeni di "noise" o, nei casi più estremi, pure aumentare (in modo significativo) la volatilità dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari.

Sono, altresì, pervenute richieste di chiarimento in ordine alla natura eccezionale (o meno) del ritardo, rispetto al più generale obbligo di comunicazione al pubblico "quanto prima possibile"; in particolare, il ritardo sembrerebbe costituire l'unico strumento al quale fare ricorso nelle more della comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata, specie in relazione ai "processi prolungati".

In proposito, si conviene che il nuovo quadro disciplinare richiede all'emittente di pubblicare l'informazione sin da quando assume natura privilegiata, ovvero sin da quando scatta il divieto di utilizzare la stessa ai fini della disciplina sull'abuso. Tipicamente, tale momento antecede, non di poco, quello in cui l'informazione si intendeva, nella previgente disciplina, "matura" per la pubblicazione: come indicava l'articolo 66, comma 1, RE, "al verificarsi" dell'evento o delle circostanze sottostanti l'informazione, "sebbene non ancora formalizzati". Pertanto, l'attivazione del ritardo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, MAR è, in effetti, l'unico rimedio esperibile dagli emittenti per evitare di dover procedere a comunicare informazioni non ancora "mature".

Ciò posto, occorre anche riconoscere che il momento in cui l'informazione veniva abitualmente pubblicata nell'ambito della previgente disciplina appare tutt'oggi adeguato. Non è emerso, cioè, negli anni scorsi un tema di opacità del mercato azionario italiano, quantomeno rispetto agli *standard* di altri mercati della UE. Ne segue che l'emittente dovrebbe avvalersi della possibilità di ritardare la pubblicazione in modo pressoché fisiologico, quanto meno con riferimento ai tipi di informazioni privilegiate che originano nell'ambito dell'emittente stesso. Tale conseguenza emerge anche dalla considerazione che la maggior parte delle informazioni che sono oggetto di pubblicazione da parte degli emittenti origina da processi aziendali interni, che hanno una durata non breve.

Di contro, si segnala che nei primi mesi di applicazione della disciplina la Consob ha rilevato uno scarso ricorso degli emittenti allo strumento del ritardo offerto dall'articolo 17, paragrafo 4, MAR. Questa fenomeno sembra essere legato sia a ragioni tecniche, connesse alla difficoltà di riconoscere il momento in cui l'informazione assume natura privilegiata (cfr. sopra), sia a ragioni di economicità, per evitare di sostenere gli oneri amministrativi connessi alla formalizzazione e alla trattazione dell'informazione come privilegiata.

Una volta riconosciuto il carattere fisiologico del "ritardo", si pone, quindi, un tema organizzativo di "gestione" delle informazioni privilegiate in seno alle procedure dell'emittente in materia di riservatezza dei flussi informativi aziendali, secondo regole interne coerenti con il Sistema di Governance adottato.

Al fine di rimuovere le altre due cause sopra individuate, la Guida Operativa intende, altresì, avviare un dialogo, anche con le associazioni interessate, per facilitare la quotidiana operatività degli emittenti.

Condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione

Diversi partecipanti⁴ alla consultazione sulle modifiche regolamentari hanno chiesto ulteriori chiarimenti in ordine ai criteri rilevanti per la decisione sul ritardo.

È stato posto, altresì, in evidenza come aree d'incertezza possono facilmente ingenerarsi nella prassi, con conseguente possibilità di applicazioni eccessivamente diversificate della norma. In particolare, considerata l'ampia portata della nozione di "legittimi interessi", che può agevolmente sfociare nella discrezionalità interpretativa, fare implicito riferimento come assunto a provvedimenti interpretativi di non facile richiamo da parte degli operatori, che oltretutto potrebbero non ricomprendere la varietà di casistiche della prassi, non appare del tutto opportuno e sarebbe, invece, maggiormente apprezzabile un intervento chiarificatore da parte della Consob.

Bisognerebbe, altresì, chiarire la nozione dell'esempio, fornito dagli Orientamenti ESMA, delle "negoziazioni in corso", quale legittimo interesse che consente il ritardo della pubblicazione. In assenza di una definizione esatta di "negoziazioni in corso", la locuzione potrebbe essere riferita a tutte quelle circostanze in cui vi è almeno un accordo di massima fra le parti, anche se non risultano ancora ben definiti alcuni elementi fondanti.

Secondo altri partecipanti⁵, mentre sarebbe pacifico che la valutazione circa gli interessi legittimi dell'emittente possa essere svolta discrezionalmente dall'emittente stesso, in quanto circoscritta alla sfera di quest'ultimo, altrettanto non potrebbe dirsi rispetto ai probabili effetti non fuorvianti dell'eventuale ritardo nella comunicazione, anche e soprattutto con riferimento all'ipotesi di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate relative ad un processo prolungato. Inoltre, deriverebbero difficoltà applicative dalla necessità di sostenere e dimostrare che il pubblico sia probabilmente non fuorviato in mancanza di comunicazioni (ritardate): l'assenza di informazioni, o del

⁴ Si fa riferimento ai contributi pervenuti da LATHAM & WATKINS, LEGANCE, ASSONIME, Osservatorio Bocconi, ALLEN & OVERY.

⁵ Cfr. contributi di LEGANCE, Osservatorio Bocconi, ALLEN & OVERY.

relativo aggiornamento, sembrerebbe, infatti, produrre una situazione di asimmetria informativa tale per cui gli investitori sarebbero in ogni caso fuorviati.

In definitiva, la condizione che il ritardo della comunicazione non abbia l'effetto di "fuorviare il pubblico" appare di non semplice interpretazione e risulterebbe particolarmente sentita l'esigenza di assicurare gli emittenti circa il fatto che il ritardo non dovrebbe essere sempre *misleading* in sé, e che non lo sia, soprattutto, in assenza di aspettative del mercato fondate su precedenti segnali ad esso già indirizzati.

La Sezione 6 della Guida Operativa è interamente dedicata all'esame delle condizioni che consentono all'emittente di ritardare la pubblicazione. Nel rinviare alla stessa, si anticipa che tali condizioni sono state già oggetto di approfondito esame in sede di Orientamenti ESMA, che hanno fornito una serie di esempi "indicativi e non esaustivi" di legittimi interessi, anche con riferimento alle "negoziazioni in corso", che possono essere considerate in senso lato, come pure illustrato dall'ulteriore esempio fornito dall'ESMA sulla pianificazione dell'acquisto di una partecipazione, che avviene in una fase ancora precedente l'avvio delle "negoziazioni".

Riguardo al rischio che i legittimi interessi vengano interpretati in modo troppo soggettivo dagli emittenti, conviene evidenziare che, ai sensi dell'articolo 17, paragrafo 4, MAR, l'emittente ritarda la pubblicazione sotto la propria responsabilità ed è, quindi, l'emittente che deve svolgere le appropriate valutazioni interne, anche basandosi sugli esempi forniti dall'ESMA. Rimane fermo che, nell'ambito delle relative attività di vigilanza, la Consob e le autorità nazionali competenti possono ritenere non appropriate le spiegazioni fornite dall'emittente a fondamento della decisione di ritardare la pubblicazione di un'informazione privilegiata.

In merito alla difficoltà di individuare la sussistenza di probabili "effetti fuorvianti" per il pubblico, la Guida Operativa, al pari di precedenti linee guida del CESR, esplicita che il ritardo della pubblicazione di un'informazione privilegiata non deve essere considerato "automaticamente" come fuorviante sulla base del fatto che l'informazione privilegiata ha la caratteristica di essere materiale e, quindi, non essendo incorporata e riflessa nei prezzi di mercato a causa del ritardo, indurrebbe sempre in errore il pubblico. Se così fosse, non ci sarebbe mai la possibilità di ritardare la pubblicazione di un'informazione privilegiata. Sul confronto con le "aspettative del mercato", la Guida Operativa segue l'approccio delineato dall'ESMA.

Applicabilità della disciplina per enti creditizi e istituti finanziari

Con riferimento alla facoltà di ritardare le comunicazioni al pubblico delle informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17, paragrafi 4 e 5, MAR, è stato chiesto un chiarimento⁶ in ordine all'applicabilità della disciplina da parte degli enti creditizi e degli istituti finanziari. In particolare, posto che la crisi di liquidità è indicata, anche nei *considerando* 52 e 53 MAR, come meramente esemplificativa, è stato chiesto se possano essere forniti altri esempi di situazioni che ricadano nel campo di applicazione del

⁶ Cfr. contributo ABI alla consultazione sulle modifiche regolamentari.

paragrafo 5 del citato articolo di MAR (oltre alle crisi di liquidità), nonché come la disciplina di cui allo stesso paragrafo 5 si ponga rispetto a quella generale disposta dal paragrafo 4.

Tenuto conto della rilevanza del tema, appare opportuno, che nel caso sussista un dubbio significativo sull'applicabilità della disciplina in esame, l'emittente contatti la Consob con le modalità previste dall'articolo 17, paragrafo 5, MAR. Rimane fermo che l'emittente non può attivare la richiesta di autorizzazione se ha già deciso di ritardare la pubblicazione ai sensi dell'articolo 17, paragrafo 4, MAR.

1.2. Insider List

L'esatta individuazione del carattere privilegiato dell'informazione (e del momento in cui ciò si realizzi), come anticipato, risulta rilevante anche ai fini dell'adempimento degli obblighi di tenuta dell'Insider List, ai sensi dell'articolo 18 MAR. Si riepilogano di seguito le principali richieste di chiarimenti pervenute da parte dei partecipanti alla consultazione e le relative valutazioni alla luce di quanto contenuto nella Guida Operativa.

Attivazione dell'Insider List

La prima questione concerne l'attivazione dell'Insider List anche con riferimento a quelle informazioni privilegiate oggetto di comunicazione immediata al mercato⁷. Diversi osservatori hanno evidenziato che tale comunicazione, quantunque "immediata", richiederebbe i tempi tecnici necessari (c.d. ritardo tecnico), determinando un inevitabile "iato" temporale tra la nascita dell'informazione privilegiata e la sua comunicazione al mercato (anche di poche ore), nelle more del quale viene predisposto il comunicato stampa (che di regola viene sottoposto al vaglio dei consulenti, da iscrivere conseguentemente nell'Insider List) da diffondere al mercato.

Si è peraltro evidenziato come tale interpretazione finisca per produrre il paradossale effetto per cui si dovrebbe procedere all'istituzione dell'Insider List anche in quel potenzialmente strettissimo lasso di tempo (i.e. per lo più poche ore) che intercorre tra l'identificazione dell'informazione privilegiata e la sua comunicazione al pubblico, che deve avvenire "quanto prima possibile", ogni qualvolta non si ravvisino le condizioni del ritardo. È stato, pertanto, proposto di precisare che, ove l'emittente riesca a procedere alla pubblicazione nell'ambito di un predefinito ristretto ambito temporale (ad es. un giorno lavorativo), si consenta al medesimo di non attivare l'Insider List. Subordinatamente, al fine di non ritardare la pronta pubblicazione dell'informazione, potrebbe almeno essere previsto che l'elenco possa essere redatto anche successivamente alla pubblicazione dell'informazione.

Parimenti, altri partecipanti alla consultazione hanno evidenziato che l'attivazione dell'Insider List dovrebbe essere associata al solo caso in cui l'emittente decida di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata. Poiché la comunicazione al pubblico deve essere tempestiva (e non presuppone più necessariamente che l'evento a cui si riferisce debba essersi verificato), si ritiene che

⁷ Si rinvia ai contributi pervenuti nel corso della consultazione sulle modifiche regolamentari, tra gli altri, da parte di GLG & Partners, ABI, ASSOSIM, ASSONIME, Osservatorio Bocconi, ASSOIMMOBILIARE.

l'unica ipotesi in cui dei soggetti possano avere “legittimamente” accesso ad informazioni privilegiate sia il caso del ritardo.

Come rappresentato nel corso dell'*Open Hearing* e nella Guida Operativa, non è condivisibile l'approccio secondo cui l'apertura di una sezione dell'Insider List sarebbe necessaria soltanto per le informazioni oggetto di ritardo. L'obbligo di attivare l'Insider List è logicamente distinto dalla possibilità per l'emittente di avvalersi della possibilità di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata.

Riguardo alle difficoltà relative all'apertura di una sezione dell'Insider List con riferimento ad un'informazione privilegiata che sta per essere pubblicata quanto prima possibile, nella Guida Operativa si è evidenziato come tali difficoltà dovrebbero porsi raramente con riferimento alle informazioni privilegiate che originino presso l'emittente stesso, già oggetto di monitoraggio come “specifiche informazioni rilevanti”, anche grazie ad un apposito elenco, la “Relevant Information List”.

I casi eccezionali in cui, invece, dovrebbe porsi un problema di ordine pratico possono essere trattati come tali. In attesa di eventuali più dettagliate indicazioni da parte dell'ESMA, si ritiene che l'emittente debba procedere parallelamente alla pubblicazione quanto prima possibile e alla redazione dell'Insider List. Se, in casi estremi, dovesse porsi un'alternativa tra le due attività, appare ragionevole dare la precedenza alla prima, ferma restando la necessità di completare la seconda, sia pure non più ai fini di monitoraggio delle persone che hanno accesso all'informazione, ormai pubblica o prossima a divenire tale, ma ai fini della corretta tenuta dell'elenco. Non bisogna, in proposito, sottovalutare la possibilità che l'autorità competente richieda all'emittente di esibire l'Insider List con riferimento a tale informazione ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, lettera c), MAR.

Obbligo per i consulenti di redigere l'Insider List

Poiché l'articolo 18 MAR impone l'obbligo di istituzione dell'elenco esclusivamente in capo all'emittente, salvo espressa delega da parte di quest'ultimo a un soggetto terzo che si assuma il relativo specifico incarico ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 2, MAR, è stato chiesto⁸ di chiarire se sia venuto meno l'obbligo, previsto dal previgente regime, secondo cui tanto l'emittente quanto i soggetti agenti in nome e/o per suo conto – quali ad esempio banche d'investimento consulenti nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria, revisori contabili, consulenti, ecc. – istituivano la propria Insider List nella quale inserire i propri dipendenti, consulenti e collaboratori aventi accesso alle informazioni privilegiate relative alle singole operazioni.

In merito, la Commissione Europea ha in corso un ulteriore approfondimento sulla lettura appropriata delle norme di MAR, dal cui esito potrebbe derivare una Q&A ESMA volta a chiarire le conseguenze di carattere operativo.

⁸ Si rinvia all'esame dei contributi di ABI, ASSONIME, ASSOSIM, ASSIREVI, JONES DAY, CLEARY GOTTlieb, pervenuti nell'ambito della citata consultazione.

Pertanto, come illustrato nel corso dell'*Open Hearing*, si mantiene al momento l'indicazione precedentemente fornita dalla Commissione Europea secondo cui i soggetti che agiscono in nome e per conto dell'emittente non sono obbligati all'istituzione dell'Insider List, fermo restando l'obbligo per l'emittente di indicare nell'Insider List i nominativi di tali soggetti, persone fisiche, che hanno accesso all'informazione privilegiata, anche nel caso in cui lavorino presso società, associazioni o altri enti che agiscono in nome e/o per conto dell'emittente.

Sezione degli accessi permanenti

È stato chiesto di specificare quali sono i soggetti che possono essere inseriti nella sezione dei titolari di accesso permanente nell'Insider List, ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 2, del Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347, con particolare riferimento all'iscrizione di amministratori esecutivi, direttori generali, dirigenti, responsabili degli affari societari e relative segreterie.

Come indicato nella norma menzionata, tali soggetti possano essere solo coloro che hanno accesso a "tutte" le informazioni privilegiate "sin dalla loro origine". In proposito, nella Guida Operativa si è evidenziato come tali soggetti dovrebbero essere di numero molto limitato, specie per gli emittenti che abbiano più rilevanti, complesse e articolate dimensioni organizzative. Nella sezione in argomento potrebbero essere, altresì, inclusi coloro che si occupano della gestione dell'Insider List.

Relevant Information List ("RIL")

Si condivide, infine, nella Guida Operativa la necessità che l'emittente attivi una lista per il monitoraggio delle "informazioni rilevanti". La RIL è, infatti, funzionale all'appropriata gestione delle informazioni privilegiate. In proposito, conviene, altresì, chiarire che la RIL non deve essere utilizzata tatticamente come strumento che consente di ritardare la rilevazione del momento in cui l'informazione assume natura privilegiata.

Adempimento degli obblighi di pubblicazione da parte degli emittenti strumenti finanziari negoziati su MTF

Taluni contributi pervenuti nell'ambito della consultazione sulle modifiche del RE, hanno posto in evidenza la necessità della definizione di specifici orientamenti e linee guida per la prima applicazione della disciplina MAR da parte degli emittenti che hanno richiesto o autorizzato la quotazione di propri strumenti finanziari su sistemi multilaterali di negoziazione italiani e che non hanno accesso a un sistema di diffusione delle informazioni regolamentate ("SDIR"), non essendo essi tenuti ad adottare il meccanismo di diffusione e stoccaggio previsto dalla direttiva 2004/109/CE, c.d. *Transparency* (appunto previsto per i soli emittenti aventi valori mobiliari ammessi a negoziazione su mercati regolamentati).

In merito si segnala che la Guida Operativa, coerentemente con quanto affermato dall'ESMA (*Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, del 28 settembre 2015, ESMA/2015/1455) fornisce indicazioni in ordine alle modalità con le quali gli emittenti strumenti finanziari negoziati in MTF adempiono agli obblighi di pubblicazione delle informazioni privilegiate,

ove non dispongano di uno SDIR, suggerendo di trasmettere il comunicato via PEC ad un numero adeguato di *media*, ad esempio cinque.

Con riguardo agli emittenti strumenti finanziari negoziati solo in sistemi multilaterali di negoziazione, MAR consente alcune semplificazioni se tali emittenti saranno negoziati in mercati di crescita per le PMI (la cui applicazione partirà nel 2018; cfr. Regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 giugno 2016) con riferimento alla possibilità di pubblicare le informazioni privilegiate nel sito internet della sede di negoziazione (articolo 17, paragrafo 9, MAR) e all'esenzione, sotto certe condizioni, dalla redazione dell'Insider List (articolo 18, paragrafo 6, MAR).

Nella Guida operativa si offrono alcune indicazioni con riferimento particolare agli emittenti solo strumenti obbligazionari, quali i c.d. emittenti mini-bond, evidenziando le peculiarità delle informazioni privilegiate che li possono riguardare e le cautele che essi devono adottare nella comunicazione con istituti bancari o fondi di *private-equity* in assenza di accordi di riservatezza. In merito, la Consob intende proseguire l'attività di formazione nei confronti di tali emittenti con iniziative specifiche, quali quella del seminario operativo tenutosi a Roma il 21 giugno 2016.

2. Guida Operativa sulle “Raccomandazioni di investimento”

La Guida Operativa in oggetto tratta due tematiche relative alle raccomandazioni di investimento: *i*) corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione al pubblico di interessi particolari e di conflitti di interesse e *ii*) richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento.

In relazione al primo argomento, alcuni partecipanti⁹ alla consultazione sulle modifiche regolamentari hanno manifestato la necessità che venissero forniti chiarimenti anche alla luce dell'introduzione della nuova normativa (MAR e Regolamento delegato (UE) 958/2016).

In particolare, le citate associazioni hanno sollevato talune questioni concernenti il nuovo quadro normativo in materia di raccomandazioni di investimento, e, nello specifico, l'applicazione della relativa disciplina alle c.d. “*morning notes*” o “*sales notes*”. Inoltre, con riferimento a taluni degli obblighi informativi, le medesime associazioni hanno manifestato l'esigenza di delucidazioni con riferimento alle modalità di adempimento di detti obblighi qualora essi risultino sproporzionati in relazione alla forma e/o alle modalità di trasmissione delle raccomandazioni (e.g. l'elenco delle raccomandazioni prodotte dalla persona sullo strumento finanziario o sull'emittente diffuse nei 12 mesi precedenti), come nel caso delle *sales notes*.

Le stesse associazioni, al fine di contenere il rischio della diffusione di *rumour* su raccomandazioni di investimento hanno, altresì, evidenziato l'opportunità che la Consob valuti e rappresenti, nell'ambito di una propria comunicazione o raccomandazione, la circostanza che un'eventuale ulteriore diffusione di una ricerca prodotta da terzi potrebbe sostanziare una violazione della normativa in vigore ove il

⁹ Si fa riferimento ai contributi delle associazioni di categoria ASSOSIM E ABI.

soggetto terzo che la diffonde non sia in grado di corredare la stessa di tutte le informazioni di cui il MAR richiede la comunicazione.

Nella Guida, quindi, sono fornite le delucidazioni e le esemplificazioni richieste su detti temi e su alcuni ulteriori aspetti meritevoli di chiarimenti, di seguito sintetizzati.

Per un'analisi più dettagliata si rinvia allo schema della Guida Operativa allegata al presente documento.

Corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione di interessi particolari e di conflitti di interesse

Al fine di meglio definire l'ambito di applicazione della nuova normativa in materia di raccomandazioni di investimento, all'interno della Guida si è ritenuto opportuno chiarire che l'elemento che rileva, al fine di valutare se ad un documento possa applicarsi la suddetta normativa, è il contenuto dello stesso, cioè se le informazioni in esso riportate, a prescindere dalla modalità di elaborazione e/o diffusione delle stesse, ai canali di distribuzione o al pubblico, siano suscettibili di raccomandare o suggerire, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento in relazione ad uno o più emittenti strumenti finanziari, compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti¹⁰.

Al riguardo, a titolo esemplificativo e non esaustivo, nella Guida sono quindi indicate le più comuni forme e modalità di elaborazione e/o diffusione di informazioni che possono configurare la tipologia di raccomandazione di investimento e, pertanto, per quali di esse i soggetti, che le producono e/o le diffondono, sono tenuti al rispetto degli obblighi informativi previsti dalla normativa vigente.

Nel medesimo documento sono poi forniti delucidazioni ed esempi, come richiesto dalle citate associazioni, in merito agli obblighi informativi per i quali è previsto dalla disciplina MAR, nel rispetto del principio della proporzionalità, che le relative informazioni siano presentate o comunicate con modalità differenti e più flessibili rispetto all'indicazione delle stesse all'interno della raccomandazione di investimento.

MAR, infatti, prevede che, nei casi in cui la comunicazione delle informazioni richieste sia sproporzionata rispetto alla forma della raccomandazione o alla modalità di diffusione della stessa, per alcune informazioni il soggetto che produce o diffonde le raccomandazioni possa indicare, all'interno delle stesse, il luogo dove il destinatario può accedere direttamente, agevolmente e gratuitamente alle informazioni di cui è richiesta la divulgazione.

Nella Guida, inoltre, sono forniti chiarimenti ed esemplificazioni in relazione agli obblighi informativi e alle modalità di adempimento degli stessi, nei casi di diffusione di raccomandazioni prodotte da terzi.

¹⁰ Tale aspetto è chiarito, con riferimento a varie casistiche o tipologie di comunicazione, all'interno di Q&As predisposte ed approvate dall'ESMA, concernenti l'applicazione di MAR (Q&As ESMA 2016/1644, Sez. 3, Question 1).

Con riferimento a tali obblighi, nella Guida viene evidenziato che gli stessi sono più stringenti nel caso di diffusione da parte di un terzo di una sintesi o di un estratto della raccomandazione e diventano ancora più severi nel caso di diffusione di una raccomandazione modificata sostanzialmente.

Al riguardo, con particolare riferimento a quanto rappresentato dalle associazioni di categoria in merito all'esigenza di contenere il rischio di diffusione di *rumour* su raccomandazioni di investimento, ed in particolare all'opportunità di valutare, da parte della Consob, la circostanza che un'eventuale ulteriore diffusione di una ricerca prodotta da terzi possa sostanziare una violazione della normativa in vigore, nella Guida viene evidenziato che se un soggetto destinatario di una raccomandazione di investimento diffonde ulteriormente la raccomandazione è tenuto ad adempiere agli obblighi informativi previsti da MAR e dalle disposizioni attuative dello stesso.

Inoltre, viene chiarito che si può configurare una situazione di diffusione anche qualora il soggetto destinatario della raccomandazione la trasmetta ad un numero ristretto di persone, nel caso in cui, tuttavia, queste ultime possano disporre di modalità di diffusione piuttosto ampie (es. giornalisti).

Nella Guida, pertanto, viene evidenziato che anche in quest'ultimo caso, il soggetto che trasmette una raccomandazione è tenuto al rispetto degli obblighi informativi previsti dalla citata normativa.

Al riguardo, viene sottolineata la necessità di porre particolare attenzione, nei vari possibili casi di diffusione di una raccomandazione prodotta da terzi, al rispetto dei suddetti obblighi informativi, occorrendo, nello specifico, valutare se si dispone delle relative informazioni, prima di procedere alla diffusione della raccomandazione stessa.

Condizioni e circostanze per la richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento

Con riferimento al potere della Consob di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, previsto dall'articolo 69-*novies*, comma 2, del RE, anche tenuto delle osservazioni pervenute in sede di modifica della predetta disposizione, nella Guida è stato specificato che tale attività di vigilanza ha lo scopo di garantire la corretta informazione del pubblico sui contenuti di una raccomandazione, qualora sussistano condizioni e circostanze tali da far ritenere che detta corretta informazione possa essere compromessa.

Pertanto, al fine di meglio circostanziare le situazioni concrete di non corretta informazione del pubblico che possono giustificare l'intervento della Consob finalizzato alla richiesta di pubblicazione della raccomandazione, all'interno della Guida sono state individuate più specificamente le condizioni in presenza delle quali detta attività di vigilanza può essere esercitata.

Nel documento, quindi, viene fatto in primo luogo riferimento alle condizioni previste nella previgente formulazione dell'art. 69-*novies*, comma 2, del RE, che rimangono tuttora valide, pur trovando ora definizione, appunto, all'interno della Guida.

Inoltre, si è ritenuto opportuno chiarire ulteriormente le circostanze in cui, in particolare, la condizione relativa alla presenza di notizie sulla raccomandazione di investimento può portare alla richiesta di

pubblicazione della stessa. Ciò al fine di evitare che l'intervento di vigilanza possa riguardare anche situazioni in cui vengano diffuse, in merito alla raccomandazione, solo informazioni estremamente generiche o comunque informazioni che, di per sé, non sarebbero idonee a produrre un quadro informativo non corretto o distorto.

Pertanto, nella Guida viene specificato che la Consob, nell'ambito della propria attività di vigilanza, in presenza di notizie su una raccomandazione di investimento, valuterà la sussistenza delle seguenti ulteriori circostanze:

- i)* le informazioni sui contenuti della raccomandazione di investimento siano le uniche rilevanti, diffuse nella giornata, sull'emittente o sullo strumento finanziario oggetto della raccomandazione stessa;
- ii)* le informazioni sui contenuti della raccomandazione siano sufficientemente specifiche e non riportino solo elementi quali il *target price* e/o il consiglio operativo, ovvero siano presenti agenzie di stampa, notizie, etc. che ricollegano la rilevante variazione del prezzo e/o dei volumi di negoziazione del titolo, oggetto della raccomandazione, alla diffusione della raccomandazione stessa;
- iii)* il quadro informativo riferito ai contenuti della raccomandazione di investimento non possa ritenersi corretto, e.g. in quanto sono diffuse informazioni errate o non veritiere in merito alla stessa, ovvero siano diffuse informazioni parziali su elementi fondamentali della raccomandazione stessa (quali i fattori che incidono sulla valutazione in essa espressa) e il pubblico non disponga, di conseguenza, di un quadro informativo completo e corretto.

Nel documento, inoltre, viene chiarito che tali ulteriori specificazioni hanno la finalità di focalizzare le richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento sui soli casi rilevanti, consentendo, in tal modo, anche di contemperare l'esigenza di garantire la corretta informazione del pubblico con l'interesse dell'intermediario a non vedere ridotto il valore economico della raccomandazione stessa, aspetto, quest'ultimo, evidenziato nel corso della consultazione sulle modifiche regolamentari.

Sono altresì illustrate, nella Guida, le modalità di valutazione da parte della Consob dell'ulteriore condizione relativa alla sensibile variazione dei prezzi e/o dei volumi delle negoziazioni, rispetto al giorno precedente, dei titoli oggetto della raccomandazione di investimento, al fine di tener conto dell'andamento del mercato e/o del settore di riferimento degli stessi.

III. SCHEMI DELLE GUIDE OPERATIVE

Si rinvia agli schemi delle Guide Operative allegati al presente documento.