

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE
CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE
E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI
RISPARMIATORI**

**Adozione delle Linee Guida in materia di “Gestione delle Informazioni privilegiate” e
“Raccomandazioni di investimento”**

13 OTTOBRE 2017

I. MOTIVAZIONI E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

Nell'ambito della consultazione pubblica sulle modifiche dei regolamenti adottati dalla Consob in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate, per l'adeguamento del quadro normativo alle nuove regole introdotte dal regolamento (U.E.) n. 596/2014 (“MAR”), è emersa l'esigenza di fornire chiarimenti sulla portata soggettiva e oggettiva delle nuove regole europee, nonché indicazioni di carattere applicativo.

Tenuto conto delle richieste di chiarimento pervenute alla Consob, è stata proposta al mercato l'adozione di due comunicazioni recanti le Guide Operative in materia di “Gestione delle Informazioni privilegiate” e di “Raccomandazioni di investimento”, strutturate in modo da fornire un manuale operativo (*handbook*) utile ai soggetti destinatari per le finalità poc'anzi delineate.

Nel corso della consultazione è stata effettuata, inoltre, una serie di incontri con le associazioni di categoria ed emittenti di varie dimensioni, interessati dall'applicazione della nuova disciplina, che hanno consentito di acquisire ulteriori evidenze in ordine alla rilevanza delle tematiche trattate e di cui si è tenuto conto nella predisposizione dei testi finali allegati al presente documento.

Con il presente documento si illustrano gli esiti della consultazione svolta, riportando sinteticamente le osservazioni pervenute in risposta al documento pubblicato in data 6 aprile 2017, unitamente alle relative valutazioni. Si rappresenta, peraltro, che a seguito di ulteriori approfondimenti, anche scaturiti dal confronto con i destinatari degli orientamenti applicativi che i documenti intendono offrire, si è provveduto a sostituire la denominazione di “Guide Operative” con “Linee Guida”. Tale qualificazione appare più appropriata, considerato che i documenti in oggetto sono principalmente volti alla sistematizzazione complessiva delle modalità applicative della disciplina, di derivazione europea, inerente rispettivamente al trattamento delle informazioni privilegiate e alla diffusione di raccomandazioni di investimento.

1. CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI

MAR e i relativi regolamenti delegati e di esecuzione rappresentano un *corpus* normativo unitario e direttamente applicabile, che rimette ai *regulator* nazionali limitati spazi di intervento di adeguamento normativo¹.

La sovrapposizione delle fonti normative che regolano la materia, determinata anche dalla mancanza di una formale abrogazione delle disposizioni legislative ormai “superate” per effetto della entrata in vigore di MAR, pone l'esigenza di predisporre adeguati strumenti che consentano agevolmente agli operatori di ricostruire il quadro normativo e forniscano indicazioni applicative sulle corrette modalità di assolvimento degli obblighi imposti, tenuto conto della rilevanza e dei profili di novità della nuova regolamentazione. Analoga esigenza è stata avvertita dalle autorità di vigilanza dei principali Stati membri dell'U.E., che appunto hanno fornito linee guida in sede di prima applicazione di MAR².

Lo strumento delle “Linee Guida” – che può rientrare nella nozione di *soft law* – è appunto volto a realizzare una ricognizione delle disposizioni normative applicabili in materia e, in funzione di guida e di indirizzo per gli operatori, l'individuazione di alcune delle concrete modalità attraverso cui ottemperare a dette disposizioni.

Va, peraltro, chiarito che la mancata adozione di quanto indicato dall'autorità di vigilanza, per il tramite delle citate Linee Guida, non comporta, di per sé, la possibilità di far scattare l'impianto sanzionatorio previsto per l'inosservanza delle norme che regolano la materia. Tenuto conto della natura non cogente delle indicazioni di comportamento contenute nelle “Linee Guida”, all'adempimento degli obblighi prescritti dalle fonti normative (sovranzionali, primarie e secondarie) potrà procedersi anche in modi diversi da quelli tracciati dall'Autorità di vigilanza.

Le citate Linee Guida sono pubblicate sul sito internet della Consob in formato ipertestuale, al fine di facilitare agli operatori l'immediato reperimento dei numerosi riferimenti normativi europei e nazionali che intervengono sulle medesime materie. In particolare, i collegamenti apposti nei testi delle Linee Guide consentiranno di raggiungere la disposizione esatta dell'atto cui essi fanno

¹ In materia di individuazione delle autorità competenti, previsione di poteri e sanzioni amministrative per le violazioni del regolamento, nonché sistemi di ricezione delle segnalazioni di violazioni (c.d. *whistleblowing*), oltre che in materia di esercizio delle opzioni previste da MAR (in tema di comunicazione delle ragioni del ritardo ed innalzamento della soglia rilevante ai fini dell'*internal dealing* da parte dell'autorità competente, v. *infra*).

² Così in Regno Unito, la disciplina di dettaglio è contenuta nelle *Rules* emanate dalla FCA, modificate a seguito del *Policy Statement PS16/13*, che, oltre a indicare sotto la forma di *Handbook* le disposizioni europee applicabili, recano talune previsioni ulteriori. In Francia, l'AMF, ad esito della consultazione pubblica sulle modifiche del proprio *Reglement General*, ha pubblicato in data 26 ottobre 2016 una Guida sull'informazione continua (DOC-2016-08, *Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée*). In Germania, la Bafin ha pubblicato un documento concernente la nuova disciplina europea, specificando che essa rivedrà le proprie *Guidelines* una volta che la prassi amministrativa sia stata stabilita in relazione alle nuove disposizioni. Al fine di fornire una guida per gli emittenti, Bafin ha pubblicato un elenco di domande e risposte sul proprio sito web (Q&A).

riferimento e l'agevole riconduzione, tra l'altro, ai molteplici atti dell'ESMA di livello 3 (prodotti sotto forma di Orientamenti, *Technical Advice* alla Commissione Europea, *Technical Standard*, *Final Report*, *Discussion Paper*, *Consultation Paper*, *Feedback Statement*, ecc.).

I contenuti delle Linee Guida sostituiscono le precedenti indicazioni contenute nelle Sezioni I – VI e VIII della comunicazione del 28 marzo 2006, n. 602705443, “*Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti*”, che si intendono, quindi, superate³.

II. ANALISI DEI CONTRIBUTI PERVENUTI NELL'AMBITO DELLA CONSULTAZIONE

In data 6 aprile 2017 è stato pubblicato il documento di consultazione sulla proposta di adozione di due comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative “Gestione delle informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento”. Nel corso della consultazione pubblica si sono svolti più *workshop* con associazioni di categoria e gruppi di operatori.

1. STAKEHOLDER MAPPING

La consultazione si è conclusa in data 6 giugno 2017. In risposta al documento di consultazione sono prevenuti n. 17 contributi, di cui uno in forma anonima.

Soggetto	Categoria	Settore
ABI	Associazione	banche
AIAF	Associazione	analisti finanziari
ANIA	Associazione	assicurazioni
Assirevi	Associazione	revisori contabili
Assogestioni	Associazione	risparmio gestito
Assoimmobiliare	Associazione	finanza immobiliare
Assonime	Associazione	società emittenti
Assopopolari	Associazione	banche popolari
Assosim	Associazione	intermediari finanziari
Borsa Italiana	Gestore mercato	finanza
Federcasse	Associazione	banche cooperative
Latham & Watkins	Studio legale	consulenza
Legance	Studio legale	consulenza
LEXIA	Studio legale	consulenza
LCA	Studio legale	consulenza

³ Con riferimento alle Sezione VII, relativa alle operazioni effettuate da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate a essi, le indicazioni ivi fornite restano valide limitatamente agli azionisti rilevanti e di controllo di cui all'articolo 114, comma 7, del TUF, e agli articoli 152-*sexies* e ss. del Regolamento Emittenti.

Soggetto	Categoria	Settore
ODCE – Bocconi	Osservatorio	università
Anonimo		

2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE

Nei successivi paragrafi si sintetizzano i contributi pervenuti e le relative valutazioni della Consob.

2.1. Linee Guida sulla “Gestione delle informazioni privilegiate”

Le Linee Guida sono suddivise in più Sezioni ciascuna volta a sviluppare una particolare fase del Processo di pubblicazione delle informazioni privilegiate che l'emittente è chiamato a rendere pubbliche ai sensi dell'articolo 17 MAR.

Nel complesso i rispondenti hanno espresso un generale apprezzamento per l'iniziativa, invitando la Consob a voler istituire un confronto permanente in materia (ABI, Assosim) e, in particolare, a voler fornire ulteriori indicazioni che tengano conto dei principi di proporzionalità e di flessibilità, con riguardo alla dimensione e al tipo di emittente (PMI, intermediario bancario, società di gestione del risparmio, emittente solo obbligazioni, fondo chiuso quotato, ecc.), nonché al tipo di mercato in cui gli strumenti finanziari sono negoziati (Assopopolari).

Inoltre, è stato chiesto di sviluppare nuovi esempi di gestione di informazioni privilegiate in aggiunta a quello relativo alla revisione del bilancio d'esercizio (Assonime, ABI, Assosim, Assogestioni, Assoimmobiliare), quali le informazioni attinenti a operazioni di M&A, compravendita di *asset* e informazioni contabili periodiche.

Con riferimento alle richieste di proporzionalità e di flessibilità delle indicazioni, la versione delle Linee Guida limita le integrazioni a pochi passaggi, rinviando per un più compiuto approccio alla prossima versione, che dovrebbe essere pubblicata tra pochi mesi in vista dell'introduzione, ai sensi della nuova disciplina MIFID, dei mercati di crescita per le PMI.

La prossima versione potrà, altresì, beneficiare degli ulteriori commenti che perverranno nel prossimo periodo all'indirizzo *email* “lineeguida.mercati@consob.it”.

La maggior parte delle osservazioni dei rispondenti si sono concentrate sulle prime tre Sezioni delle Linee Guida, che concernono la sua natura giuridica-operativa, l'impostazione generale della Procedura che l'emittente dovrebbe definire, la relazione della Procedura con le altre procedure dell'emittente volte a mantenere la riservatezza e la protezione dei flussi informativi delineati nel Sistema di Governance, l'individuazione delle specifiche informazioni rilevanti, tali intendendosi quelle informazioni suscettibili in un secondo - anche prossimo - momento di essere qualificate dall'emittente come privilegiate.

Per facilitare i riscontri, le osservazioni ricevute sono di seguito suddivise per ciascuna delle Sezioni cui sono indirizzate

Sezione 1 - Introduzione

Osservazioni

La maggior parte dei rispondenti ha posto domande sulla natura obbligatoria, o di mera raccomandazione, delle indicazioni espresse nella Guida, evidenziando i rischi di un approccio coercitivo, sia rispetto all'obiettivo comunitario di creazione del *single rulebook*, sia alle conseguenze negative che avrebbe per gli emittenti italiani rispetto a quelli esteri.

È stato, inoltre, suggerito di evidenziare quale sia l'obiettivo di fondo di ciascuno dei passaggi della Procedura, in modo che l'emittente possa individuare eventuali rimedi organizzativi alternativi che consentano, comunque, allo stesso di raggiungere l'obiettivo.

In tal senso, è stato domandato se la Guida abbia rilievo ai fini del modello di organizzazione e di gestione di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, in quanto, in caso positivo, eventuali scostamenti dal prototipo proposto nelle Linee Guida rischierebbero di far considerare il modello adottato dall'emittente immediatamente inadatto a prevenire illeciti di abuso di mercato (Assosim). In proposito, Latham & Watkins ha, invece, condiviso l'opportunità che le politiche in tema di gestione e protezione dei flussi informativi risultino coerenti con i presidi adottati alla luce dei codici elaborati dalle associazioni di categoria ai fini del citato decreto.

Più radicalmente, alcuni osservatori (ABI) hanno chiesto che la Consob non intervenga nella sfera operativa e organizzativa interna degli emittenti, sia perché ne mancherebbe il presupposto, vista l'assenza di fallimenti del mercato capaci di giustificare l'intervento del regolatore, come dimostrata dal "*numero contenuto di sanzioni irrogate dalla Consob in questi anni sul tema delle informazioni privilegiate*", sia perché un modello proposto dall'autorità di vigilanza rappresenta, comunque, un punto di riferimento da cui l'emittente non riuscirebbe a prescindere. Assogestioni ha proposto di lasciare spazi a linee guida emanate dalle associazioni di categoria.

Infine, Latham & Watkins ha chiesto che la Consob indichi un congruo termine entro il quale l'emittente si deve conformare a quanto indicato dalle Linee Guida, anche in considerazione dell'impatto di MAR su molte PMI che nel previgente regime non erano soggette alla disciplina sugli abusi di mercato. Lo stesso rispondente ha invitato la Consob a proseguire nell'attività di *education* in materia, anche tramite incontri con consulenti ed operatori.

Valutazioni

Come già anticipato nella Parte I del presente documento, le Linee Guida non assumono, in generale, carattere precettivo, ma intendono rappresentare un ausilio per i soggetti destinatari, fornendo agli stessi parametri comportamentali funzionali al retto assolvimento degli obblighi nascenti dalle nuove disposizioni.

In accoglimento delle osservazioni in ordine all'opportunità di precisare la natura delle indicazioni fornite, è stato associato un visibile triangolo giallo a fianco di ciascuna indicazione che non ha valenza prescrittiva, non essendo prevista da MAR, ed un quadrato rosso a fianco di quella che ha valenza prescrittiva. Si avvisa che queste ultime indicazioni talora includono orientamenti e spiegazioni forniti dall'ESMA che, giuridicamente, potrebbero non avere carattere coercitivo ma esegetico. In tali casi il lettore trova, comunque, il riferimento esatto della fonte.

Conviene precisare che il *wording* delle indicazioni fornite in senso perentorio, percepito da più commentatori come sintomatico della natura obbligatoria delle stesse, va invece interpretato alla luce dell'obiettivo di segnalare all'emittente in modo diretto le modalità di costruzione del prototipo organizzativo.

Dando seguito a molti commenti, è stata condivisa la proposta di esporre più chiaramente, tipicamente all'inizio di ciascuna Sezione, l'obiettivo che la relativa fase della Procedura si prefigge.

Parimenti, è stato chiarito che, di per sé, un allontanamento dal modello proposto non è sanzionabile, in quanto ciò che solo rileva è l'effettiva ottemperanza ai precetti di MAR. Per altro verso, rimane chiaro che la mancanza di una risposta organizzativa adeguata rende più probabile che l'emittente ponga in essere condotte non in linea con gli obblighi recati da MAR.

Altresì, è stato specificato nelle Linee Guida che non v'è alcun rilievo ai fini della disciplina di cui al decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, salva naturalmente la possibilità che l'emittente o l'Associazione di categoria di riferimento intendano avvalersene nella definizione del modello di organizzazione e di gestione.

Non è, dunque, condivisibile la preoccupazione, espressa da più rispondenti, secondo cui il prototipo delle Linee Guida, specie nel definire la nozione di informazione rilevante o nel proporre una Relevant Information List (RIL) o nell'individuare la Funzione Gestione Informazioni Privilegiate (FGIP) o nella costituzione di una Info-Room, aumenterebbe i costi organizzativi per gli emittenti domestici, non essendo tali indicazioni previste dalla disciplina europea. L'emittente è, infatti, libero di adottare altri modelli che dovessero essere in grado di raggiungere, con costi minori, gli obiettivi fissati da MAR (cfr. oltre Sezione 3).

Quanto all'assenza dei presupposti giuridici ed economici per fornire indicazioni rivolte alla sfera organizzativa interna dell'emittente, si rammenta come la richiesta di chiarimenti in tali ambiti sia

stata posta nell'ambito della precedente consultazione sulla citata revisione dei Regolamenti Consob. Peraltro, tale intervento è stato apprezzato da diversi rispondenti alla presente consultazione, anche in ragione dell'assenza in MAR di quella disposizione (ora abrogata) presente nell'articolo 66 del Regolamento Emittenti della Consob, che consentiva all'emittente di pubblicare l'informazione privilegiata solo al realizzarsi dell'evento sottostante alla stessa.

Nel primo anno di applicazione di MAR il 75% degli emittenti quotati nel principale mercato azionario italiano non ha mai dichiarato alla Consob, in conformità all'articolo 17, paragrafo 4, comma 3, MAR, di aver ritardato la pubblicazione di informazioni privilegiate.

La frequente rilevazione sulla stampa di indiscrezioni su prossime operazioni societarie rappresenta un fenomeno che MAR, come già la precedente direttiva 2003/6/CE, si propone di ridurre, ponendo l'obbligo all'emittente di pubblicare le informazioni privilegiate quanto prima possibile e indicando una serie di misure preventive atte a limitare il fenomeno. In questa ottica, le indicazioni offerte dalle Linee Guida - che, si ribadisce, non assumono carattere cogente, salvo che nella parte in cui rinviano a fonti normative - sono tese a fornire un ausilio agli operatori nella individuazione delle concrete modalità attraverso cui ottemperare alla nuova disciplina riveniente da MAR.

Da ultimo, non appare opportuno indicare, come invece è stato chiesto da Latham & Watkins, un termine entro il quale l'emittente si deve conformare a quanto indicato dalle Linee Guida, in quanto, come sopra illustrato, le presenti Linee Guida assolvono a una funzione di sistematizzazione complessiva delle modalità applicative della disciplina in materia degli abusi di mercato, anche mediante una ricognizione completa degli atti normativi di riferimento, e pertanto, non implicano alcun obbligo di "conformazione".

Sezione 2 – Organizzazione e sistema informativo interno

Osservazioni

Diversi contributi pervenuti hanno avuto ad oggetto la FGIP e, in particolare, l'indicazione di accentrare in capo alla medesima tutti i compiti previsti da MAR, laddove le realtà aziendali più complesse già affidano tali compiti a più unità organizzative (Assonime) e quelle meno complesse a una specifica unità organizzativa. In tale ultimo caso, non si ravviserebbe la necessità di crearne una nuova, alternativa, denominata FGIP.

Assonime ha proposto che le Linee Guida si limitino a prefissare il "*condivisibile obiettivo di assicurare un sistema di gestione coordinata e continua dei flussi informativi che alimentano le informazioni privilegiate, potendo il modello suggerito rappresentare un esempio di efficace realizzazione di tale obiettivo*". Analoghe proposte sono state delineate da ABI e Assosim.

ABI, inoltre, ha evidenziato i costi connessi alla creazione di una nuova struttura, peraltro non prevista da MAR, e ha suggerito di limitare sia la Sezione 2 che la Sezione 3 ad "*una*

raccomandazione di carattere generale circa la necessità che gli emittenti si dotino di procedure e presidi organizzativi tali da garantire che sia tenuta traccia delle decisioni assunte in tema di gestione delle informazioni privilegiate, eventualmente mediante l'elaborazione di Guide operative di categoria che tengano meglio in considerazione le specificità degli emittenti".

Inoltre, con riferimento agli intermediari, è stato chiesto dove vada collocata la FGIP, considerato che essa sembra avere competenze sia di gestione che di controllo e che la disciplina di settore prevede già funzioni di *compliance* e di controllo (ANIA, Assoimmobiliare).

Valutazioni

Nel condividere l'obiettivo di assicurare un sistema di gestione coordinata e continua dei flussi informativi, nella versione finale delle Linee Guida è stata evidenziata la differenza tra funzione organizzativa e unità organizzativa, potendo le due figure coincidere solo occasionalmente, e laddove ritenuto dall'emittente.

In altri termini, non ci si attende la costituzione in seno all'emittente di una nuova specifica unità organizzativa volta ad accentrare tutti i compiti richiesti da MAR.

Viene quindi chiarito che la funzione in argomento, denominata per comodità FGIP, può, in quanto funzione organizzativa, essere svolta da una o più persone fisiche, eventualmente titolari di altre funzioni organizzative, da una o più unità organizzative o anche da uno o più comitati. La FGIP può, altresì, estrinsecarsi in varie forme ("a sistema", "a matrice", "gerarchica", ecc.) che coinvolgono più unità organizzative.

È, naturalmente, cruciale, come peraltro indicato dall'ESMA, che l'emittente individui chiaramente i soggetti che svolgono (o sono responsabili) della funzione e che attribuisca ad essi i poteri necessari. Parimenti, si ritiene coerente che, specie nei casi in cui la funzione in argomento sia articolata in più persone, unità organizzative o comitati, la Procedura definisca correttamente le modalità che consentono alla stessa di assicurare tempestivamente gli obiettivi posti da MAR. In definitiva, non vi è alcun onere aggiuntivo che non sia già richiesto da MAR.

In considerazione delle osservazioni ricevute sulla Sezione 2, si anticipa che nella prossima versione delle Linee Guida saranno sviluppate, anche con l'ausilio delle associazioni rappresentative di riferimento, specifiche indicazioni per gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati di crescita per le PMI, emittenti c.d. Mini Bond e banche di minori dimensioni, in modo da fornire linee guida specifiche per tali emittenti, per i quali ci si aspetta, in ossequio al principio di proporzionalità, una gestione più semplificata delle informazioni privilegiate.

Infine, è stata accolta la richiesta di non associare necessariamente la Procedura ad un singolo documento scritto, in modo da consentire che attività diverse del Processo siano sviluppate da più procedure scritte.

Sezione 3 – Individuare i flussi informativi rilevanti

Osservazioni

Diversi rispondenti (ABI, Assosim, Federcasse, Borsa Italiana, ANIA, ODCE Bocconi) hanno enfatizzato la circostanza che la nozione di “informazione rilevante”, non essendo presente in MAR, crei confusione e duplichi gli adempimenti per gli emittenti, che, in base a MAR, devono già confrontarsi con la complessa definizione di informazione privilegiata.

Similmente, è stato evidenziato come la mappatura che invita ad associare a ciascun tipo/flusso di informazione rilevante le funzioni organizzative (FOCIP) a vario titolo coinvolte nella generazione e trattazione dinamica dei tipi di informazioni rilevanti porti ad un allontanamento da MAR, ovvero ad un caso di *gold plating* che danneggerebbe l’industria domestica, risultando alla fine in contraddizione rispetto agli obiettivi dichiarati dalle Linee Guida di non voler alterare le disposizioni europee e di non voler introdurre costi aggiuntivi per gli emittenti.

Assosim, nel proporre l’eliminazione del paragrafo 3.1.2 e una riformulazione del paragrafo 3.1.3, ha osservato *“come la quasi totalità, se non addirittura tutte le informazioni gestite da un emittente, soprattutto di matrice bancaria, sono potenzialmente rilevanti e quindi idonee di per sé a divenire price sensitive”* e ABI ha sostenuto che *“oltre ad essere estremamente costosa, [la mappatura] non necessariamente costituirebbe un “plus” rispetto al passato nell’individuazione delle informazioni privilegiate”* e ha domandato se *“la sua effettiva funzione sia semplicemente di tracciatura statica delle unità organizzative in contatto con l’informazione privilegiata o se serva a dimostrare che l’informazione è fluiva tra le varie FOCIP rispettando il “need-to-know” dell’informazione”*.

In un’ottica costruttiva, ABI ha proposto, in subordine alla sopra menzionata richiesta di non fornire alcuna indicazione di carattere procedurale, *“l’eliminazione delle indicazioni sulla mappatura ex ante delle informazioni rilevanti mediante matrici, proponendo in alternativa l’assunzione di obblighi di riservatezza o la predisposizione di specifici alert alle strutture aziendali coinvolte circa la possibilità che informazioni endogene divengano privilegiate”*.

Borsa Italiana ha considerato troppo granulare e fuorviante l’elenco di flussi di informazioni rilevanti indicato al punto 3.1.2 e ha suggerito di seguire l’approccio dell’autorità francese AMF, che si limita a raccomandare l’istituzione di procedure interne che consentano di valutare se un’informazione abbia o meno natura privilegiata. Diversamente, LCA ha chiesto una integrazione dell’elenco per includere più chiaramente l’acquisto di *asset*.

Con riguardo alla circolazione delle informazioni rilevanti o privilegiate, Latham & Watkins ha concordato sull’importanza che l’emittente limiti il più possibile l’accesso alle stesse sulla base del principio del *need-to-know*, indicato al punto 3.1.5.

Premesso quanto sopra, un generale apprezzamento è stato espresso con riguardo all’analisi del caso relativo alla revisione del bilancio d’esercizio e Assirevi ha fornito utili indicazioni di dettaglio

sull'esempio. Come accennato, è stato richiesto di sviluppare altri casi che abbiano ad oggetto informazioni contabili periodiche, operazioni di M&A, operazioni di investimento o disinvestimento.

Borsa Italiana e Assopopolari hanno accolto con favore la particolare sezione relativa agli emittenti finanziari solo obbligazionari e hanno invitato a predisporre Linee Guida specifiche per tali emittenti. Analogo invito è pervenuto da Assoimmobiliare e Assogestioni con riguardo alle specificità dei fondi immobiliari quotati.

È stata, inoltre, criticata la proposta di attivare la Relevant Information List ("RIL", paragrafo 3.3), in considerazione degli oneri connessi (ABI, Legance) e dell'impatto negativo che avrebbe per la migliore attuazione dell'Insider List (ODCE Bocconi, Latham & Watkins). Peraltro, non essendo prevista da MAR, la RIL porterebbe gli intermediari che operano *cross-border* all'utilizzo di sistemi IT disomogenei e prassi operative difformi (ABI).

Per altro verso, è stato rilevato come l'indicazione nel punto 3.3.4 di gestire la RIL con le medesime modalità che MAR prescrive per l'Insider List possa talora risultare inutilmente costosa e farraginosa (Assoimmobiliare) ed è stato chiesto (LCA) se la RIL possa configurarsi come una sezione dell'Insider List e se debba includere i nominativi di tutte le persone fisiche che lavorano presso persone giuridiche o enti (cfr. oltre "Soggetti Terzi") o se sia, in proposito, sufficiente l'indicazione di un nominativo di riferimento, come nel previgente regime nazionale. Diversamente, Assirevi ha considerato conveniente, per motivi di ordine pratico e per assicurare la tempestività degli adempimenti, che la RIL sia gestita come l'Insider List e riporti i medesimi dati personali.

Valutazioni

In considerazione delle osservazioni ricevute, si è proceduto a una semplificazione della Sezione in varie direzioni: (i) mettendo in maggiore evidenza che l'obiettivo per l'emittente è quello di organizzarsi in modo da monitorare le fasi prodromiche alla pubblicazione di informazioni privilegiate, (ii) evidenziando la natura non coercitiva delle indicazioni suggerite, (iii) precisando che la mappatura può limitarsi ai tipi di informazioni che l'emittente ritiene rilevanti, (iv) alleggerendo la gestione della RIL, (v) eliminando i riferimenti al decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231 e (vi) spostando in Appendice l'esempio relativo all'analisi del caso concernente la revisione del bilancio d'esercizio.

Ferma restando la possibilità di semplificare ulteriormente la Sezione nelle prossime versioni delle Linee Guida, appaiono opportune alcune precisazioni sulla tassonomia adottata dalle stesse laddove fanno riferimento a "tipi di informazioni rilevanti", "specifiche informazioni rilevanti" e "mappatura".

a) Con riguardo alla nozione di "specifica informazione rilevante", è l'articolo 17(1) MAR che, nel richiedere all'emittente di individuare tempestivamente le informazioni privilegiate, impone allo stesso di soffermarsi e valutare le specifiche informazioni che, ancorché non aventi ancora natura

privilegiata, possono potenzialmente rivelarsi tali. In tal senso la nozione di “specifica informazione rilevante” fornita dalle Linee Guida appare pienamente coerente con MAR e non sembra possa essere definita in modo più aderente. Ad ogni modo, andando incontro ad alcune osservazioni, al punto 3.1.2 è stato, altresì, chiarito che trattasi di quelle “*singole informazioni che rientrano nei tipi di informazioni rilevanti individuati dall'emittente e che, secondo l'emittente, risultano effettivamente rilevanti in quanto possono ragionevolmente essere qualificate dall'emittente in un secondo, anche prossimo, momento informazioni privilegiate*”.

Si tenga presente che le Linee Guida non offrono alcuna indicazione sul momento in cui un'informazione diviene una “specifica informazione rilevante” o, in altri termini, sulle caratteristiche che essa deve avere. Quindi, non è introdotta alcuna nuova nozione di informazione che l'emittente deve considerare rispetto alla nozione di una informazione di cui, ai sensi di MAR, l'emittente deve valutare la natura privilegiata.

b) Ciò fissato, il quesito di carattere operativo che l'emittente, in base a MAR, dovrebbe porsi è quello concernente “dove e come” individuare tali potenziali informazioni privilegiate nel più ampio insieme delle informazioni che circolano presso lo stesso.

In tal senso, le Linee Guida, in quanto ausilio per gli operatori, invitano a guardare ad alcune tipologie di informazioni, quali quelle che in passato sono state oggetto di pubblicazione, anche da parte degli emittenti appartenenti al medesimo settore, eventualmente facendo leva sull'elenco di “tipi di informazioni privilegiate” indicato al punto 3.1.2⁴.

Per opportuna chiarezza, la distinzione tra “informazione rilevante” e “specifica informazione rilevante” è totalmente rimessa alla discrezionalità dell'emittente e, come indicato al nuovo punto 3.2.4 (già punto 3.4.1), assume rilievo nella misura in cui l'emittente non preveda già significative barriere interne all'accesso alle “informazioni rilevanti”. Se, ad esempio, una società di partecipazioni protegge in modo molto accurato l'accesso a “tutte” le informazioni appartenenti alla “tipologia” “acquisto o vendita di *asset*”, tale società non avrà bisogno di proteggere ulteriormente la “specifica” informazione attinente alla cessione della partecipazione nella Società XYZ.

c) Una volta individuati i tipi di informazioni che l'emittente ritiene rilevanti, le Linee Guida invitano l'emittente a completare tale “mappatura” tenendo conto delle unità organizzative che hanno accesso a ciascun tipo di informazione. La mappatura appare pienamente in linea con le prassi operative degli emittenti relative alla gestione delle informazioni di carattere riservato o confidenziale.

⁴ Sono stati prodotti vari elenchi di categorie o tipi informazioni privilegiate. Quello fornito nelle Linee Guida è prossimo a quello che il CESR aveva pubblicato, proprio in una guida al mercato, nel mese di luglio 2007, (cfr. “Level 3 - Second Set of CESR Guidance and information on the common operation of the Directive to the market” (CESR/06-562b)), dove al punto 1.15 viene indicato che (sottolineatura aggiunta): “*The following is a non-exhaustive and purely indicative list of events of the type which might constitute inside information (...)*”.

Riguardo ai costi, nel caso limite in cui l'emittente non pone alcun presidio a tutela delle informazioni riservate, la "mappatura" prevedrebbe soltanto che tutte le unità organizzative dell'emittente possono avere accesso a tutte le specifiche informazioni rilevanti. Fermi restando i rischi operativi di un simile approccio, è evidente come l'onere di tale mappatura sia pressoché nullo.

Se, invece, l'emittente pone dei presidi a tutela di alcuni tipi di informazioni riservate, il costo della mappatura appare molto basso, anche perché spesso le specifiche informazioni rilevanti coincidono con le informazioni che l'emittente già considera riservate. In proposito, è stato anche evidenziato, al punto 3.1.6, il beneficio per l'emittente di "incanalare" l'informazione *ex ante* in percorsi predefiniti rispetto al costo di "inseguirla", cioè "tracciarla", nel continuo.

Il modello che le Linee Guida propongono appare, dunque, minimale e flessibile. Peraltro, è prossimo a quello "alternativo" proposto sinteticamente da ABI, basato sulla "*predisposizione di specifici alert alle strutture aziendali coinvolte circa la possibilità che informazioni endogene divengano privilegiate*". Questo modello "alternativo" sembra, infatti, postulare che l'emittente abbia già provveduto alla "mappatura", individuando le "strutture aziendali coinvolte" che hanno accesso alle "informazioni endogene", nonché i criteri in base ai quali queste informazioni possano essere riconosciute come privilegiate (criteri esaminati nella successiva Sezione 4 delle Linee Guida).

Rispetto all'indicazione di istituire e aggiornare la RIL, la cui introduzione era stata richiesta durante la citata consultazione sulle modifiche dei regolamenti Consob e che altre autorità estere hanno già raccomandato, è stata evidenziata nelle Linee Guida la sua natura non prescrittiva ed è stato chiarito che l'emittente può gestirla in modo più semplificato rispetto all'Insider List, come è, del resto, consono e coerente rispetto all'obiettivo di monitorare la circolazione interna delle specifiche informazioni rilevanti.

Analogamente a quanto indicato sopra nella Sezione 2, in considerazione delle osservazioni ricevute, nella prossima versione delle Linee Guida, saranno sviluppate, anche con l'ausilio delle associazioni rappresentative di riferimento, specifiche indicazioni per gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati di crescita per le PMI, emittenti c.d. Mini Bond e banche di piccole dimensioni.

Sezione 4 – Riconoscere quando l'informazione rilevante diviene privilegiata

Osservazioni

Un generale favore ha accolto le indicazioni riguardanti i criteri volti a riconoscere quando la specifica informazione rilevante diviene privilegiata. ANIA e ODCE Bocconi hanno, tuttavia, manifestato la preoccupazione che l'esemplificazione declinata nelle Linee Guida conduca verso

un'interpretazione piuttosto ampia e temporalmente anticipata del momento di maturazione di un'informazione privilegiata ai fini della sua pubblicazione.

Borsa Italiana ha evidenziato come non dovrebbe sussistere un dovere per l'emittente di pubblicare informazioni che lo riguardano indirettamente. Ad esempio, nel caso in cui il gestore di un indice pubblica un comunicato sulla modifica dei titoli sottostanti all'indice, l'emittente non dovrebbe diffondere un comunicato, salvo che l'informazione abbia un impatto specifico sull'emittente che non sia già noto al mercato. Borsa Italiana ha evidenziato la novità indicata al punto 4.3.4 (e al punto 7.7.3) rispetto a quanto indicato nella Comunicazione Consob DME/6027054 del 28 marzo 2006; infatti, in base a MAR l'emittente è obbligato a rendere pubbliche le informazioni privilegiate eventualmente già rese pubbliche da altre società quotate del gruppo di appartenenza.

ABI ha sostenuto che l'informazione possa essere considerata già pubblica dall'emittente anche nei casi in cui questo si avvalga di *social network* in luogo dei canali previsti dall'articolo 17 MAR (punto 4.3.2).

Assoimmobiliare ha proposto un elenco indicativo e non esaustivo di eventi che potrebbero influenzare il valore delle quote di un fondo immobiliare chiuso quotato e ANIA ha suggerito di distinguere gli esempi rispetto al settore di appartenenza dell'emittente.

Altri rilievi hanno riguardato specifici indicatori come di seguito valutato.

Valutazioni

Riguardo alla preoccupazione che gli esempi conducano verso un'interpretazione troppo ampia di informazione privilegiata e, quindi, portino a identificare l'informazione come privilegiata in un momento troppo anticipato ai fini della pubblicazione, preme evidenziare che gli esempi esprimono, nella sostanza, fattori di rischio da tenere in considerazione.

Gli esempi, infatti, non indicano mai che al verificarsi di uno specifico indicatore l'informazione è da considerare privilegiata. Nel caso pratico, sarà l'insieme del contesto informativo a rendere un particolare indicatore determinante. Questa indicazione è stata aggiunta al punto 4.6.7.

Occorre spostare l'attenzione dell'emittente dalla naturale ricerca del semplice criterio che rende l'informazione privilegiata (evento "trigger") alla appropriata definizione e applicazione di una Procedura che consenta allo stesso di gestire l'informazione. Come indicato da MAR, l'emittente deve interrogarsi caso per caso sulla situazione corrente e assumersi la responsabilità di decidere. In altri termini, l'emittente "internalizza" il rischio che vengano commessi abusi di mercato, essendo richiesto al medesimo di pubblicare il prima possibile l'informazione privilegiata a meno che non sia in grado di controllare la riservatezza della stessa.

Ciò posto, l'esperienza di vigilanza del primo anno di applicazione della disciplina porta ad una preoccupazione opposta a quella menzionata sopra da alcuni rispondenti. Infatti, gli emittenti

tendono a ritenere privilegiate le informazioni solo a ridosso del momento in cui le informazioni sono considerate mature per la pubblicazione. Questo atteggiamento rischia di portare soggetti in possesso di informazioni privilegiate, ma non ancora “riconosciute” tali dall’emittente, a non adottare le opportune cautele nel comunicare con terzi o nell’operare sui mercati. Si tenga presente che la rilevante casistica in tema di insider trading, sia in Europa che negli Stati Uniti, mostra come le operazioni oggetto di sanzione vengano - non di rado - concluse diverse settimane prima del momento in cui l’informazione oggetto di abuso è pubblicata.

L’osservazione di Borsa Italiana sulle informazioni che attengono indirettamente all’emittente è accolta nel punto 4.2.1 delle Linee Guida.

Diversamente, si reputa non coerente con MAR l’osservazione di ABI sulle informazioni eventualmente diffuse dall’emittente tramite *social network* in luogo dei canali previsti dall’art. 17(1) MAR: fermo restando il dovere per l’emittente di utilizzare i canali previsti dalla normativa, l’eventuale anticipazione dell’informazione su *social network* da parte dell’emittente non rispettando la disciplina potrebbe essere valutata da un investitore come una condotta non regolare e, quindi, la relativa informazione non sicura.

Assonime ha rilevato imprecisioni con riguardo all’indicatore relativo al contesto istituzionale (punto 4.6.7.7) e a quello relativo al ritardo nella convocazione del Consiglio di Amministrazione (punto 4.7.1). Tali punti sono stati opportunamente rivisti.

Diversi rispondenti (Assonime, ABI, ANIA, ODCE Bocconi) hanno evidenziato come gli esempi relativi al coinvolgimento di più unità organizzative dell’emittente o al coinvolgimento di consulenti non siano, di per sé, indicativi della natura privilegiata delle relative informazioni (punti 4.6.7.9 e seguenti). Come sopra menzionato, nessuno degli esempi offerti illustra informazioni che devono essere qualificate automaticamente come privilegiate. Essi costituiscono, infatti, meri indicatori di rischio e, in quanto tali, è utile mantenerli nella versione finale delle Linee Guida.

Analoghe valutazioni si applicano con riguardo alla proposta di eliminare i punti 4.6.7.5 e 4.6.7.8 (Legance) e di cancellare, per il carattere, rispettivamente, poco indicativo, troppo teorico o arbitrario, i punti 4.4.1, 4.5.3 e 4.6.2 (ABI). Tuttavia, per rendere più concreto quest’ultimo punto, è stato evidenziato il collegamento con il successivo punto 4.6.3.

Sezione 5 – Segregare l’informazione privilegiata

Osservazioni

Alcuni rispondenti (Assonime, ABI) hanno criticato l’indicazione al punto 5.2.1 di attivare una sezione dell’Insider List nel caso in cui l’emittente decida di non ritardare la pubblicazione dell’informazione privilegiata, sia perché tale indicazione non è espressamente menzionata da

MAR, sia perché creerebbe difficoltà di ordine pratico nelle situazioni in cui l'emittente ha urgenza di procedere con la pubblicazione.

ABI ha posto in evidenza le molte criticità connesse a quella lettura delle disposizioni MAR (inizialmente espressa dai servizi legali della Commissione U.E. e recentemente superata, cfr. Sezione 10 della Q&A ESMA del 1° settembre 2017⁵) secondo cui solo l'emittente è soggetto all'obbligo di redigere l'Insider List, che, quindi, è unica e include anche i dati di tutte le persone fisiche che hanno accesso all'informazione privilegiata e che lavorano presso "Soggetti Terzi" (consulenti, intermediari, società di revisione ecc.), grazie ad apposite e tempestive comunicazioni che i Soggetti Terzi forniscono all'emittente. Assirevi, anche in considerazione della disciplina sulla *privacy*, ha proposto di introdurre in modo esplicito l'obbligo in capo ai Soggetti Terzi di fornire all'emittente tali comunicazioni.

Assonime ha rilevato come gli esempi al punto 5.2.9, che dovrebbero sostanziare la presunzione che la persona iscritta nell'Insider List sia stata resa edotta dall'emittente sulle conseguenze di tale iscrizione, non siano previsti da MAR e non possano essere applicati nei confronti di soggetti esterni all'emittente. Sullo stesso punto Assogestioni chiede se sia efficace e sufficiente un'informativa approntata dall'emittente che sintetizzi la disciplina, gli obblighi e le eventuali sanzioni a carico delle persone iscritte nell'Insider List.

Sempre in tema di informativa alle persone iscritte, ODCE Bocconi, vista la funzione preventiva che MAR attribuisce all'Insider List, pur condividendo la circostanza che la valutazione dell'emittente sulla natura privilegiata dell'informazione, costituendo un "giudizio", sconti ineliminabili margini di opinabilità, ha rilevato una contraddittorietà tra tale impostazione e l'indicazione all'emittente, al punto 4.7.3, di rendere edotte le persone iscritte nella RIL e nell'Insider List del fatto che *"al fine della determinazione degli illeciti di abuso di mercato (...) non è dirimente il fatto che nel momento in cui la condotta è posta in essere l'emittente non abbia già qualificato l'informazione come privilegiata"*.

Sull'interazione tra RIL e Insider List, Assirevi ha condiviso, al punto 5.2.2, il passaggio pressoché automatico dei nominativi delle persone iscritte nella RIL all'Insider List, quanto meno con riguardo all'attività dei revisori.

Con riferimento alla sezione degli accessi permanenti, Assirevi ha lamentato la rilevata prassi di includervi i revisori e ODCE Bocconi ha sostenuto che, diversamente da quanto indicato nelle Linee Guida al punto 5.2.15, gli autisti non dovrebbero essere inclusi in tale sezione perché tale iscrizione postulerebbe una trasmissione sistematica di informazioni privilegiate da parte dei manager e una capacità dell'autista di rendersi conto del valore di tali informazioni.

Con riguardo all'esempio al punto 5.2.4, che specifica come l'accesso a informazioni presenti in *database* implichi l'iscrizione nell'Insider List, Assirevi ha ritenuto che esso non dovrebbe

⁵ Si veda anche pag. 9 del documento di consultazione del 6 aprile 2017.

applicarsi al personale che svolge attività *non core* o a basso contenuto tecnico, ad esempio al personale incaricato dell'assistenza IT o al personale addetto ai *delivery center*, che svolge dall'estero attività a basso valore aggiunto (selezioni statistiche e riscontri documentali), anche perché tale personale non appare in grado di comprendere il contenuto rilevante o privilegiato delle informazioni.

In considerazione di varie prassi utilizzate dagli emittenti, Assirevi ha segnalato l'opportunità di enfatizzare nelle Linee Guida la tassatività ed esaustività dei dati che bisogna inserire nell'Insider List ai sensi dei Modelli forniti dal Regolamento di Esecuzione (U.E.) 2016/347.

Assoimmobiliare ha chiesto se, in ragione delle diversità dei fondi quotati gestiti, l'Insider List possa essere attivata con riferimento a ciascun distinto fondo, che avrebbe, altresì, una sua sezione relativa ai soggetti titolari di accesso permanente; è stata, in aggiunta, richiesta una sezione permanente relativa a tutti i fondi gestiti dalla SGR.

Assoimmobiliare ha domandato, altresì, se la SGR possa delegare a terzi la gestione dell'Insider List nonostante le condizioni poste in caso di *outsourcing* dal Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Provvedimento del 29 ottobre 2007).

Con riferimento alle modalità di tenuta in formato elettronico dell'Insider List, Legance ha chiesto se, specie per i c.d. "emittenti mini-bond", possa essere considerata adeguata in base a MAR la predisposizione di un *file* formato Excel e la sua successiva trasmissione, anche in occasione di ciascun aggiornamento, ad un indirizzo PEC cui ha accesso soltanto il responsabile della tenuta dell'Insider List.

Valutazioni

Riguardo all'obbligo di attivare l'Insider List anche nei casi in cui l'emittente decida di non ritardare la pubblicazione, in attesa di eventuali più precise indicazioni da parte delle autorità europee, è stato evidenziato nelle Linee Guida il carattere non prescrittivo delle indicazioni ai punti 5.2.1 e 5.2.2.

In aggiunta, al punto 5.2.1 è stato opportunamente chiarito che se l'informazione concerne un processo prolungato che si svolge in più stadi, la sezione dell'Insider List relativa all'informazione può riferirsi a tutti gli stadi del processo. Non occorre, quindi, attivare una sezione per ciascuna fase del processo.

Le Linee Guida hanno incorporato ai punti 5.2.3, 5.2.6 e 5.2.16 quanto espresso dalla recente Q&A ESMA del 1° settembre 2017 (Sezione 10 della Versione 7), per cui – al di là del dato letterale di cui all'art. 18, paragrafo 1, MAR, ove l'obbligo di redazione è testualmente riferito agli emittenti o alle persone che agiscono in nome e per conto loro – detto obbligo grava sia in capo all'emittente

che alle persone che agiscono in nome o per conto dello stesso; tali soggetti saranno tenuti, pertanto, a redigere una propria Insider List.

Salvo nel caso di *outsourcing* di cui all'articolo 18, paragrafo 2, comma 2, MAR, l'emittente non è responsabile della correttezza dei dati presenti nell'Insider List del Soggetto Terzo e non ha diritto di accedere agli stessi. Sono, pertanto, superate alcune criticità evidenziate dai rispondenti.

Tenendo conto di alcune osservazioni segnalate per le vie brevi dagli operatori dopo la pubblicazione della Q&A dell'ESMA del 1° settembre 2017, le Linee Guida chiariscono che non è necessario che l'Insider List dell'emittente e quelle dei soggetti che lavorano in nome o per conto dell'emittente concordino in merito alla natura privilegiata dell'informazione o in merito al momento in cui l'informazione assume natura privilegiata. Trattasi, invero e come sopra già esposto, di giudizi per loro natura connotati da margini di soggettività e, quindi, di opinabilità.

Infine, con riferimento alla persona giuridica (società, ente, associazione) eventualmente inclusa nell'Insider List dell'emittente, le Linee Guida chiariscono che, diversamente dal previgente sistema normativo nazionale, non è sufficiente inserire nell'Insider List dell'emittente il nominativo di una sola persona di riferimento (che sia, a sua volta, in grado di individuare le persone fisiche che hanno avuto accesso all'informazione presso tale persona giuridica). Come indicato nel modello in allegato al regolamento di esecuzione (UE) 2016/347, l'Insider List è basata sui dati della persona fisica che ha accesso all'informazione privilegiata; tra tali dati è incluso il nominativo della persona giuridica presso la quale lavora. Pertanto, se all'emittente risulta che due persone che hanno accesso all'informazione privilegiata lavorano presso una stessa persona giuridica l'emittente indicherà nell'Insider List ambedue le persone fisiche.

Eventuali ulteriori dubbi applicativi possono essere rappresentati alla Consob all'indirizzo *email* sopra indicato.

Passando al punto 5.2.9, in merito alla comunicazione da fornire alle persone inserite nell'Insider List, non si rileva un contrasto tra gli esempi forniti nelle Linee Guida e MAR: mentre MAR pone un obbligo in capo all'emittente, gli esempi forniti individuano talune modalità funzionali a soddisfare detto obbligo. Sullo stesso punto non si ritiene soddisfacente la proposta di Assogestioni.

Pur non ravvedendosi la contraddittorietà segnalata da ODCE Bocconi sul punto 4.7.3, ma accogliendo lo spirito dell'osservazione, l'emittente viene adesso invitato a chiarire a tutto il personale *ex ante* interessato dalla disciplina che le determinazioni dell'emittente sulla natura privilegiata dell'informazione, per quanto significative, non pregiudicano diverse valutazioni da parte delle autorità.

Con riferimento all'iscrizione dei revisori nella sezione degli accessi permanenti dell'Insider List, il punto 5.2.15 è stato modificato per accogliere i rilievi di Assirevi.

Riguardo alla posizione degli autisti, rimane fermo, in base a MAR, che se un soggetto apicale, nel corretto svolgimento della propria professione, comunica a terzi un'informazione privilegiata in presenza dell'autista, l'emittente dovrà iscrivere anche l'autista nella sezione delle persone che hanno accesso a quella informazione, a prescindere dalla capacità dell'autista di rendersi conto del valore privilegiato dell'informazione. Se il soggetto apicale passa più ore al giorno in presenza dell'autista, la Guida adesso precisa che l'emittente potrebbe avvalersi della possibilità di iscrivere l'autista, al pari dei segretari, nella sezione degli accessi permanenti.

In merito alle osservazioni di Assirevi sull'accesso del personale non professionale a informazioni presenti in *database*, conviene tenere presente che nel quadro amministrativo di MAR non è tanto dirimente la posizione soggettiva del dipendente, se sia o meno in grado di comprendere il contenuto privilegiato dell'informazione, quanto se abbia la possibilità (oggettiva) di identificare (talora in pochi minuti) quelle che hanno tale contenuto tra le molte informazioni presenti nei *database* (talora anche in modo parcellizzato o disaggregato).

È stato chiarito al punto 5.2.8, su segnalazione di LCA, che le controparti non vanno incluse nell'Insider List anche con riguardo a operazioni diverse da quelle di fusione e di acquisizione. Nel condividere le osservazioni di Assoimmobiliare sui punti 5.2.15 e 5.2.16, sono stati ivi introdotti due nuovi paragrafi. Infine, è stata ammessa al punto 5.2.17 la modalità di tenuta dell'Insider List proposta da Legance, purché risulti congrua rispetto alla proporzione e alla complessità dell'organizzazione dell'emittente.

Sezione 6 – Ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata

Osservazioni

In considerazione dell'elevato grado di dettaglio della disciplina europea sulle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione, le osservazioni pervenute non hanno carattere generale e si sono concentrate su specifici punti.

Assoimmobiliare ha chiesto se, al punto 6.6.1, la stima della data e dell'ora di probabile futura pubblicazione dell'informazione privilegiata debba essere indicata al momento della decisione sul ritardo o anche successivamente.

Assonime ha segnalato che l'autorità francese AMF ha ritenuto che il legittimo interesse indicato al punto 6.3.1c) e che le Linee Guida riferiscono al Sistema dualistico possa essere applicato ad altri sistemi di *governance*, ad esempio al caso in cui il Direttore Generale sottopone la decisione di un'operazione all'attenzione dell'organo di gestione.

Assoimmobiliare ha chiesto se l'emittente debba fornire alla Consob, ai sensi dell'articolo 17(4) MAR, la spiegazione relativa ai motivi sottostanti alla decisione di aver ritardato la pubblicazione anche qualora l'informazione, poi, perda il suo carattere privilegiato.

In considerazione dell'elevato numero di unità organizzative che sono di solito coinvolte nella preparazione dei comunicati, Legance ha chiesto di eliminare l'indicazione al punto 6.7.2 di predisporre in via precauzionale, dopo la decisione di ritardare la pubblicazione, una bozza di comunicato, così da reagire tempestivamente qualora venga meno una delle condizioni che giustificano la prosecuzione del ritardo, tipicamente l'assenza di *rumour*. Legance ha, infatti, paventato come questa indicazione rischi di rendere più probabile la fuoriuscita di indiscrezioni.

LCA ha chiesto di precisare se la sussistenza di una clausola contrattuale sulla riservatezza dell'operazione o su alcuni elementi della stessa (prezzo, garanzie prestate, ecc.) costituisca un legittimo interesse per ritardare la pubblicazione o per diffondere un comunicato non completo.

Assonime ha chiesto che le Linee Guida evidenzino i casi in cui la Consob, nel primo anno di applicazione della disciplina, ha ritenuto che l'emittente abbia segnalato, ai sensi dell'articolo 17(4) MAR, di aver ritardato la pubblicazione dell'informazione privilegiata quando, in realtà, essa non era da considerare, secondo la Consob, privilegiata.

Assoimmobiliare ha, altresì, invitato a che venga fornito un elenco non esaustivo di legittimi interessi attinenti ai fondi immobiliari quotati.

Valutazioni

Riguardo al punto 6.6.1, MAR indica come la stima della data e dell'ora di probabile futura pubblicazione dell'informazione privilegiata sia quella corrente nel momento in cui viene deciso di ritardare la pubblicazione.

L'esempio di legittimo interesse al punto 6.3.1c), al pari degli altri esempi, è meramente indicativo, tuttavia l'ESMA ha già chiarito in modo molto esplicito come esso vada riferito al solo sistema dualistico. Si prende atto dell'estensione indicata dall'autorità francese AMF, peraltro già condivisa dalla Consob nel previgente regime. Al momento, si ribadisce nelle Linee Guida che l'esempio riguarda il periodo successivo alla decisione presa dal primo organo direttivo e non all'eventuale periodo precedente.

Al punto 6.8.2 è stato aggiunto un paragrafo per chiarire che l'emittente non deve notificare alla Consob, ai sensi dell'articolo 17(4) MAR, la circostanza di aver ritardato la pubblicazione se, dopo la decisione, l'informazione ha perso la sua natura privilegiata: infatti, in tal caso l'informazione non viene pubblicata e non è richiesta da MAR la notifica all'autorità nazionale competente.

Riguardo al rischio espresso da Legance sul punto 6.7.2, si valuta come dovrebbe essere proprio compito della Procedura quello di gestire i rischi di tale genere.

Riguardo alla richiesta di LCA, si osserva che è la stessa disciplina di livello 2 a prevedere che, in presenza di una informazione oggetto di ritardo, l'emittente debba addirittura individuare la data e

l'ora della presumibile comunicazione al pubblico; conseguentemente non appare ammissibile la pubblicazione di un comunicato destinato a rimanere a lungo incompleto. Inoltre, più in generale, se una clausola introdotta per via negoziale costituisse un legittimo interesse per ritardare la pubblicazione, si rischierebbe di minare il funzionamento dell'intera disciplina sugli obblighi informativi, tanto più nei casi in cui fosse l'emittente in grado di proporre e imporre una clausola di riservatezza nel contratto. Ciò considerato, si osserva che l'ESMA non ha incluso tale argomento nell'elenco indicativo e non esaustivo dei legittimi interessi che consentono all'emittente di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata.

Si prende atto delle richieste di Assonime e Assoimmobiliare ai fini dell'elaborazione delle prossime versioni delle Linee Guida.

Sezione 7 – Pubblicare l'informazione privilegiata

Osservazioni

ODCE Bocconi ha chiesto che le Linee Guida affrontino più approfonditamente il tema della pubblicazione dei dati previsionali e degli obiettivi quantitativi, in modo da definire in quali circostanze tali informazioni assumano natura privilegiata, considerato che, in quanto stime o previsioni, non dovrebbero per natura essere caratterizzate dal requisito della "precisione" che tipizza la nozione di informazione privilegiata.

In particolare, ODCE Bocconi ha criticato l'indicazione, al punto 7.1.7, che richiede all'emittente di non attendere la disponibilità dei dati contabili finali per informare il pubblico della sussistenza di uno scostamento da obiettivi precedentemente pubblicati. Infatti, la pubblicazione di uno scostamento da obiettivi precedentemente pubblicati che non sia accompagnata da indicazioni definitive sulla misura dello scostamento potrebbe, secondo ODCE Bocconi, risultare fuorviante per il mercato. Inoltre, ODCE Bocconi ha sostenuto che tale pubblicazione dovrebbe essere presa dall'organo di gestione, *"non potendo gli amministratori certamente apprendere dopo o contestualmente al mercato la notizia del mancato raggiungimento delle stime"*.

Assosim ha contestato l'indicazione, al punto 7.2, di avvisare con congruo anticipo la Consob e la società di gestione del mercato circa la possibile diffusione di un comunicato a mercati aperti, anche alla luce della recente eliminazione del simile obbligo previsto dall'articolo 65-*septies* del Regolamento Emittenti Consob. Di contro, Borsa Italiana ha suggerito di specificare che tale indicazione è espressamente richiesta da alcuni regolamenti della sede di negoziazione.

Rispetto al punto 7.3, che indica agli emittenti che non si avvalgono di uno SDIR, tipicamente emittenti di piccole dimensioni, di comunicare le informazioni ad almeno quattro *media*, Borsa Italiana, Assopopolari e Federcasse hanno domandato, per ragioni di proporzionalità, la trasmissione a solo due agenzie di stampa, in analogia con la disciplina sugli emittenti strumenti finanziari diffusi. Federcasse ha anche richiesto che le agenzie possano avere diffusione locale.

Taluni commentatori hanno ritenuto eccessivamente onerosa l'indicazione al punto 7.4.2 di verificare se i *media* hanno proceduto alla pubblicazione; inoltre, Assopopolari ha chiesto che le Linee Guida precisino che, in caso di mancata pubblicazione da parte dei *media*, l'emittente non incorre in responsabilità se dimostra di aver adeguatamente sollecitato i *media*.

Con riferimento agli incontri con gli analisti finanziari, punto 7.9.1, ABI ha considerato troppo onerosa l'anticipata trasmissione a Consob e società di gestione del mercato della documentazione che verrà distribuita e ha chiesto che venga riconosciuta la prassi di mettere a disposizione la documentazione tramite SIRD.

Assoimmobiliare e Assirevi hanno chiesto che le Linee Guida forniscano esempi di informazioni che riguardano la controllata e che potrebbero rilevare per la controllante quotata, alla luce della circostanza che, in base all'articolo 17(1) MAR, le informazioni che la quotata dovrebbe pubblicare sono solo quelle che riguardano "direttamente" l'emittente.

Valutazioni

Riguardo al punto 7.1.7, in virtù di quanto chiaramente indicato nel Considerando 28 MAR, non è condivisibile la posizione di ODCE Bocconi secondo cui le stime e le previsioni non possano mai assurgere a informazioni privilegiate, mentre si condivide l'opportunità che le prossime versioni delle Linee Guida sviluppino esempi ed indicazioni in tema di obiettivi quantitativi e dati previsionali.

In merito alla contestazione del "preavviso alla Consob e alla società di gestione del mercato" riguardo alla prossima diffusione di un comunicato, si osserva come tale indicazione, oltre ad essere richiesta da alcuni regolamenti della sede di negoziazione, sia in linea con una prassi già in essere.

Con riferimento al punto 7.3 sulle modalità di pubblicazione dell'informazione privilegiata per gli emittenti, tipicamente PMI, che non si avvalgono di uno SDIR, il numero di *media* da contattare viene ridotto a tre, in considerazione delle esigenze di proporzionalità, purché almeno due abbiano diffusione nazionale. Viene anche precisato che il punto 7.4.2, relativo alla verifica della pubblicazione, si applica solo a tali emittenti, essendo, in generale, l'avvenuta trasmissione del comunicato allo SDIR ritenuta sufficiente.

Riguardo alla osservazione di cui al punto 7.9.1, si ritiene che la documentazione richiesta, per quanto onerosa, sia utile ai fini di vigilanza.

Facendo seguito ai commenti ricevuti, in occasione delle prossime versioni delle Linee Guida saranno sviluppati esempi di informazioni relative alla controllata che devono essere pubblicate dalla controllante quotata.

2.2. LINEE GUIDA SULLE “RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO”

Con riferimento alle osservazioni di carattere generale, si rimanda a quanto già rappresentato per le Linee Guida sulla “Gestione delle informazioni privilegiate”, in particolare per quanto concerne la natura dello strumento utilizzato. Di seguito si riportano le osservazioni più specifiche suddivise per ciascuna delle Sezioni e dei paragrafi delle Linee Guida cui sono indirizzate.

Sezione 2 – Modalità di elaborazione e diffusione delle raccomandazioni di investimento

➤ *Ambito di applicazione*

Osservazioni

Alcuni rispondenti (ABI, Assogestioni, Assosim e AIAF) hanno manifestato l’esigenza che fossero chiariti taluni punti delle Linee Guida in relazione all’applicabilità di MAR a determinate categorie di comunicazioni trasmesse dagli intermediari al pubblico o tramite canali di distribuzione e, nello specifico, con riguardo alle fattispecie che ricadono nella definizione di raccomandazione di investimento.

In particolare, Assogestioni ha rappresentato l’esigenza che vengano forniti chiarimenti in merito all’applicabilità di MAR alle interviste rilasciate dai gestori, contenenti informazioni in merito alle strategie di investimento poste in essere. Al riguardo, è stata evidenziata l’opportunità che venga dato rilievo, quale elemento che determina la riconducibilità o meno di un’intervista alla fattispecie di raccomandazione di investimento, alla “finalità” della stessa, e quindi, nel caso in cui quest’ultima consista nella “semplice ricognizione delle attività già realizzate dai gestori”, secondo Assogestioni non dovrebbe configurarsi una fattispecie di raccomandazione di investimento.

Inoltre, la medesima Associazione ha evidenziato l’opportunità di valutare che vengano escluse dall’ambito di applicazione di MAR le *newsletters* inviate dai gestori alla clientela, in quanto non costituiscono in nessun caso raccomandazioni di investimento, anche tenuto conto delle prassi seguite dai gestori che operano in ambito europeo e internazionale.

Sempre in merito all’ambito di applicazione di MAR, ABI ha chiesto di chiarire se sia corretto escludere da tale ambito la diffusione di raccomandazioni prodotte da terzi indirizzate, ad esempio, alle singole caselle *e-mail* di uno o più clienti nell’ambito di una consulenza “*one to one*”, nonché cosa si intenda quantitativamente per “numero molto limitato di soggetti”, concetto riportato all’interno delle Linee Guida.

Assosim ha rappresentato l’opportunità di valutare che non vengano ricondotte alla fattispecie di “raccomandazioni di investimento” - e quindi non siano soggette a MAR - le comunicazioni di lunghezza ridotta (c.d. *trading ideas, morning notes e sales notes*, inviate tramite sistemi di messaggistica istantanea, chat, telefono da operatori della sala operativa normalmente ad altri intermediari) tenuto conto che si tratta in gran parte di comunicazioni di natura estemporanea, non

strutturata, rivolte a controparti qualificate e che richiedono immediatezza, qualora tali comunicazioni siano personalizzate sulla base del profilo della clientela e inviate a un numero limitato di intermediari.

Aiaf ha, infine, evidenziato l'esigenza che venga meglio chiarito se siano escluse dall'ambito di applicazione di MAR le ricerche cd. "*fixed income*" su emittenti sovrani, in quanto, secondo l'Associazione, seppure esse presentino caratteristiche tali da poterle assimilare ad una ricerca macroeconomica, in numerosi casi contengono anche raccomandazioni (implicite o esplicite) su strumenti finanziari (ad es. i titoli di stato), analogamente a quanto accade per gli studi su indici settoriali, derivati, ecc.

Valutazioni

In considerazione delle osservazioni ricevute, si è ritenuto opportuno integrare alcune parti delle Linee Guida fornendo maggiori dettagli e chiarimenti in merito agli aspetti sopra evidenziati.

Al riguardo, con riferimento ad alcune comunicazioni alla clientela (e.g. *newsletter*) o verso l'esterno (e.g. interviste diffuse tramite quotidiani, TV, siti *web*, ecc.) effettuate da investitori istituzionali (i.e. gestori individuali o collettivi), è stato specificato che esse non rientrano nella categoria di raccomandazioni di investimento purché il loro contenuto non sia tale da raccomandare o consigliare implicitamente o esplicitamente una strategia di investimento in merito a singoli strumenti finanziari (e.g. azioni, fondi, obbligazioni, ecc.) e/o emittenti.

In particolare, è stato precisato che le comunicazioni sopra riportate costituiscono raccomandazioni di investimento quando, ad esempio, contengano specifiche valutazioni su un emittente, ovvero riguardanti determinati elementi alla base delle stesse (i.e. *target price*, multipli di mercato, parametri reddituali e/o finanziari).

Si è ritenuto, altresì, di specificare che oltre al contenuto della raccomandazione d'investimento - ossia se le informazioni in essa riportate siano suscettibili di raccomandare o consigliare, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento in relazione ad uno o più emittenti strumenti finanziari - va valutata la circostanza che tali informazioni siano destinate ai canali di distribuzione o al pubblico.

Al riguardo, pertanto, è stato evidenziato che costituisce una raccomandazione di investimento una comunicazione di tipo standardizzato – a prescindere dalle modalità con cui sia diffusa (oralmente, telefonicamente, ecc.) – che sia strutturata e destinata alla distribuzione al pubblico in generale, ovvero alla clientela o ad uno specifico segmento di clienti, qualunque sia il loro numero, e non, quindi, nell'ambito di un servizio di consulenza in materia di investimenti. In quest'ambito, è stato anche specificato che ricade sull'intermediario l'eventuale onere di dimostrare, ad es. in caso di richiesta dell'autorità di vigilanza, che le comunicazioni trasmesse sono in realtà personalizzate sulla base del profilo della clientela.

Nella versione finale delle Linee Guida, inoltre, sono state ulteriormente specificate le categorie di comunicazioni che non rientrano nell'ambito di applicazione di MAR, integrando, al riguardo, le esemplificazioni precedentemente fornite (ad es. facendo esplicito riferimento alle valutazioni sul comparto azionario ed obbligazionario che tuttavia non riguardano singoli strumenti finanziari o emittenti).

➤ **Obblighi informativi**

Osservazioni

Alcune associazioni (Aiaf, ABI e Assosim) hanno manifestato la necessità di chiarire taluni aspetti in merito all'adempimento degli obblighi informativi previsti da MAR in materia di *fair presentation* e conflitti di interessi, con particolare riferimento ai soggetti ad essi tenuti ed alle modalità di soddisfacimento degli stessi.

Nello specifico, Aiaf ha chiesto di fornire maggiori elementi al fine di consentire una più puntuale e corretta individuazione della figura dell' "esperto" e degli obblighi informativi ad esso facenti capo.

Al riguardo, è stato rappresentato che tale esigenza nasce anche dalla finalità di minimizzare il rischio che si possa creare un'equiparazione tra gli analisti, o consulenti finanziari, e le persone fisiche che, ad esempio, producono e diffondono raccomandazioni di investimento su *blog* e *social network* senza tuttavia possedere realmente una specifica competenza in materia finanziaria, in danno degli investitori meno esperti.

Assosim ha rappresentato, inoltre, alcune criticità rivenienti dalle disposizioni di MAR in tema di raccomandazioni di investimento che possono avere un impatto rilevante sull'attività quotidiana dei *sales*, con particolare riferimento agli obblighi informativi previsti dalla citata normativa in capo a questi ultimi, anche per quanto concerne le comunicazioni di natura estemporanea e non strutturata, che sono personalizzate sulla base del profilo della clientela e inviate a un numero limitato di clienti (normalmente costituiti da operatori qualificati).

In particolare, Assosim ha evidenziato le difficoltà connesse all'adempimento dei suddetti obblighi da parte dei *sales*, in considerazione del fatto che gli stessi gestiscono quotidianamente eventi contingenti che spesso necessitano di una comunicazione tempestiva per ragioni di natura commerciale e di efficienza nei confronti della clientela destinataria.

Al riguardo, è stato osservato che tale tipo di comunicazione, effettuata via telefono per maggior immediatezza, qualora debba implicare la contestuale trasmissione a ogni cliente contattato di tutti i *disclaimer* richiesti da MAR, sarebbe inefficiente in quanto richiederebbe ai *sales* del tempo per la preparazione del *disclaimer* prima di iniziare il giro di telefonate, nonché per la comunicazione degli stessi ad ogni cliente.

L'Associazione, pertanto, ha chiesto di valutare l'opportunità che tali comunicazioni (c.d. *trading ideas*) non vengano ricondotte alla fattispecie di "raccomandazioni di investimento" in considerazione delle loro diverse caratteristiche e finalità, rappresentando l'esigenza che sia valutata, anche insieme con le altre Autorità europee, una soluzione che consenta un inquadramento più consono dei commenti che caratterizzano quotidianamente le sale operative, in linea con i principi di proporzionalità.

Assosim, inoltre, ha evidenziato che dovrebbero essere esonerate dagli obblighi informativi previsti da MAR le comunicazioni inviate dai *sales* sulla base di ricerche elaborate dall'ufficio studi dell'intermediario, trattandosi di diffusione tra dipartimenti di una stessa entità e avendo gli analisti, in tal caso, già adempiuto agli obblighi informativi previsti dalla normativa.

Valutazioni

In ordine a una più puntuale e precisa individuazione della figura dell'"esperto" introdotta da MAR, le Linee Guida sono state integrate evidenziando alcuni ulteriori elementi utili a tale scopo (peraltro indicati nella disciplina MAR e nella relativa normativa di attuazione).

Con riferimento alle osservazioni formulate in merito alle difficoltà dei *sales* ad adempiere agli obblighi informativi previsti da MAR nel caso di trasmissione da parte di questi ultimi alla clientela di comunicazioni che possono costituire raccomandazioni di investimento, si è ritenuto opportuno integrare le Linee Guida al fine di chiarire le modalità con cui tali obblighi possono essere adempiuti.

Al riguardo, tenuto conto delle modalità di diffusione alla clientela di tali comunicazioni (frequentemente in forma orale o tramite modalità quali chat Bloomberg, ecc.) e della necessità di adempiere ai citati obblighi, che dispongono che all'interno della raccomandazione debbano essere presenti alcuni elementi informativi, nonché il richiamo al luogo ove reperire le ulteriori informazioni previste, è stato specificato che detti obblighi devono essere adempiuti dagli intermediari tramite la trasmissione ai propri clienti delle relative informazioni contestualmente alla diffusione delle c.d. *trading ideas* o di altri tipi di comunicazione che configurino una raccomandazione d'investimento. Detta trasmissione contestuale potrà avvenire tramite le modalità opportunamente individuate dall'intermediario, sulla base della propria struttura organizzativa (e.g. fornendo l'informativa telefonicamente, predisponendo *email* contenenti i *disclaimer* da fornire alla clientela, ecc.).

Nelle Linee Guida è stato, altresì, chiarito che nel caso in cui i *sales* inviino delle comunicazioni alla propria clientela sulla base di ricerche prodotte dall'ufficio studi della medesima entità, se tali ricerche sono già state trasmesse dall'ufficio studi agli stessi clienti non sono necessari ulteriori adempimenti, mentre se questo non è avvenuto a dette comunicazioni si applicano le disposizioni previste da MAR in tema di diffusione di raccomandazioni prodotte da terzi.

➤ ***Diffusione di raccomandazioni di investimento prodotte da terzi***

Osservazioni

Con riferimento all'ulteriore diffusione di una raccomandazione di investimento prodotta da terzi, da parte di un soggetto destinatario della stessa, seppure a pochi soggetti e seppure diffusa solo in parte, Assosim ha osservato che detta diffusione potrebbe indurre la Consob, in presenza di *rumour* sulla stessa, a richiedere la pubblicazione dell'intera ricerca da parte del produttore, impedendo quindi a quest'ultimo qualsiasi possibilità di ulteriore sfruttamento economico della stessa. L'Associazione ritiene quindi opportuno disincentivare tale ulteriore diffusione, sottolineando che tale disincentivo avrebbe anche *“una valenza di prevenzione di eventuali abusi di mercato”*⁶.

Al riguardo, pertanto, Assosim ha rappresentato l'opportunità di valutare l'inserimento, nel paragrafo 2.5.9 delle Linee Guida, dopo le parole *“nei confronti di un numero limitato di soggetti”*, dell'inciso *“sempre che l'ulteriore diffusione della raccomandazione non sia inibita dal produttore”*.

Inoltre, ABI ha chiesto di chiarire se, qualora un intermediario pubblici sul proprio sito internet raccomandazioni prodotte da terzi soggetti, lo stesso debba comunque procedere alla segnalazione di eventuali conflitti di interesse relativi agli strumenti finanziari ai quali dette raccomandazioni si riferiscono.

Valutazioni

Si è ritenuto, in primo luogo, di accogliere l'osservazione di Assosim inserendo quanto richiesto nel punto 2.5.8 delle Linee Guida. Ciò al fine di fornire un'indicazione circa la possibile presenza di un divieto da parte del produttore della ricerca a diffonderla o trasmetterla ulteriormente.

Inoltre, al fine di fornire delucidazioni in merito alle osservazioni formulate da ABI, si è ritenuto di integrare le Linee Guida, indicando esplicitamente che, qualora un intermediario pubblici sul proprio sito una raccomandazione prodotta da terzi, esso è tenuto a fornire *disclosure* sui conflitti di interesse, in considerazione del fatto che questi ultimi potrebbero essere diversi rispetto a quelli propri del produttore della ricerca [cfr. articolo 8 RD 2016/958].

⁶ Assosim, a titolo esemplificativo, ipotizza il caso in cui un gestore, ricevuta la ricerca, effettui sulla base della stessa determinate operazioni sul mercato diffondendo, successivamente, le informazioni tratte dalla ricerca stessa; in tale evenienza, potrebbe verificarsi una variazione del prezzo dello strumento interessato, a seguito delle indicazioni contenute nella ricerca, a cui seguirebbe un guadagno per il gestore che effettuasse operazioni di segno contrario a quelle già eseguite.

Sezione 3 – Condizioni e circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento

➤ **La richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento in ambito MAR**

Osservazioni

Assosim ha ribadito di non ritenere legittimo il potere previsto dall'art. 69-novies del Regolamento Emittenti, secondo il quale la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento. Ad avviso dell'Associazione tale potere non troverebbe alcun fondamento nell'art.23, paragrafo 2, lett. m), di MAR⁷, non condividendo, in particolare, la lettura data dall'Autorità di tale disposizione in forza delle locuzioni “tra l'altro”, con riferimento alla correzione di informazioni false o fuorvianti, e “anche” con riferimento alla pubblicazione di dichiarazioni di rettifica.

A sostegno di tale affermazione, Assosim ha osservato che il potere di richiedere la pubblicazione di ricerche non trova diritto di cittadinanza nell'ordinamento di nessun altro paese dell'Unione Europea e che anche il legislatore nazionale non avrebbe in alcun modo previsto all'art. 114, comma 9, del TUF, il potere di richiedere tale pubblicazione da parte della Consob, ma esclusivamente il potere di disciplinare con proprio regolamento le modalità di pubblicazione delle stesse.

Con riferimento alle condizioni al ricorrere delle quali si potrebbe concretizzare la richiesta di pubblicazione di una raccomandazione da parte della Consob, l'Associazione ha rappresentato di non condividere l'inclusione del caso di diffusione di informazioni parziali su elementi fondamentali della raccomandazione tra le condizioni di procedibilità, in quanto di per sé la diffusione di informazioni parziali non implica in alcun modo una non corretta informazione, ma eventualmente solo una disparità informativa. A questo riguardo, Assosim non ha condiviso il richiamo fatto dalla Consob al considerando 9 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958, che include tra le circostanze che portano a definire una “modifica sostanziale” del contenuto originario di una raccomandazione d'investimento la diffusione solo di alcuni degli elementi della stessa.

Peraltro, a fronte della diffusione di una non corretta informazione non imputabile all'autore della ricerca, secondo Assosim si giustificherebbe il potere della Consob di richiedere eventualmente a colui che abbia diffuso tale informazione non corretta di procedere a una rettifica, piuttosto che la pubblicazione dell'intera raccomandazione d'investimento.

Sempre con riferimento al tema della richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento da parte della Consob, AIAF ha espresso apprezzamento per le modalità con le quali

⁷ L'articolo 23(2)(m) MAR prevede che, per adempiere ai compiti loro assegnati, le autorità competenti dispongano del potere “(...) di adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato con riguardo, tra l'altro, alla correzione di informazioni false o fuorvianti divulgate, anche imponendo all'emittente o ad altri che abbiano pubblicato o diffuso informazioni false o fuorvianti di pubblicare una dichiarazione di rettifica”.

la Consob ha esercitato tale facoltà nella prassi applicativa. Nel contempo, tuttavia, l'Associazione ha osservato come la cospicua - e non sempre affidabile - diffusione di informazione finanziaria *on line* da parte dei cosiddetti "esperti" aumenti in modo esponenziale il rischio che, a partire da una ricerca correttamente elaborata da un analista e pubblicata da un intermediario, possa successivamente scaturire un quadro informativo incompleto, o addirittura falso e fuorviante, che potrebbe costringere la Consob a richiedere la pubblicazione della raccomandazione originale, per ristabilire la corretta informazione del pubblico. Ciò danneggerebbe, quindi, l'analista che ha redatto la ricerca e l'intermediario che l'ha distribuita.

Valutazioni

Le osservazioni di Assosim risultano analoghe a quelle che in precedenza la stessa Associazione aveva formulato nel corso dei lavori preparatori delle modifiche regolamentari per l'attuazione di MAR e che, nella medesima sede, sono state oggetto di valutazione da parte della Consob. Si ribadiscono, quindi, le considerazioni già a suo tempo espresse, che hanno portato alla decisione della Consob di mantenere il suddetto potere, previsto dall'art. 69-*novies*, comma 2, del RE. In particolare, si ritiene che esso derivi legittimamente da quanto previsto dall'articolo 23(2)(m) MAR, che riguarda il potere, affidato alle autorità competenti, "*di adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato.*"

Infatti, come già evidenziato ad esito della precedente consultazione, la formulazione dell'articolo 23(2)(m) MAR, riportando la locuzione "*tra l'altro*", con riferimento alla correzione di informazioni false o fuorvianti, e "*anche*" con riferimento alla pubblicazione di dichiarazioni di rettifica, di tutta evidenza considera tali circostanze come esemplificative dei poteri, previsti dalla stessa disposizione, finalizzati a garantire la corretta informazione del pubblico, che tuttavia non si esauriscono in quelli esercitati in tali circostanze e con tali modalità.

Sempre ad esito della precedente consultazione, era già stato rappresentato che i poteri previsti dall'articolo 23(2)(m) MAR sono finalizzati a garantire la correttezza informativa del mercato: nel caso specifico il potere della Consob di richiedere la pubblicazione di una raccomandazione d'investimento non può che esercitarsi in situazioni in cui sussista appunto il concreto rischio che il pubblico non sia correttamente informato in merito ai contenuti della raccomandazione stessa, non quindi in casi di mero ripristino della parità informativa.

Di conseguenza, all'interno delle Linee Guida sulle "Raccomandazioni d'investimento" è stato inserito, nella Sezione relativa alle condizioni e circostanze per la pubblicazione delle raccomandazioni, anche un paragrafo sulla "finalità" di tali richieste, *i.e.* quella di "*garantire la corretta informazione del pubblico*". Inoltre, sempre all'interno delle citate Linee Guida, tra le condizioni per la richiesta di pubblicazione, è stata inserita anche la circostanza che "*il quadro informativo riferito ai contenuti della raccomandazione di investimento non possa ritenersi corretto*".

Infine, con riferimento all'ulteriore osservazione di Assosim, secondo cui il richiamo fatto dalla Consob al considerando 9 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 non sarebbe condivisibile, si evidenzia che detto considerando evidenzia alcune situazioni in cui, in caso di diffusione di una raccomandazione prodotta da terzi, quest'ultima possa risultare "sostanzialmente modificata". Tra queste, la suddetta disposizione include anche il caso in cui il soggetto che diffonde la raccomandazione prodotta da terzi ne estrapoli solo alcuni elementi: tale situazione va quindi senz'altro presa in considerazione ai fini della valutazione di un possibile contesto di non corretta informazione del pubblico, che potrebbe portare a una richiesta di pubblicazione della relativa raccomandazione.

Con riguardo a quanto osservato da AIAF, si rappresenta che MAR e le relative disposizioni di attuazione, nel dare rilievo alla definizione di "esperto", hanno inteso introdurre a livello normativo una figura che, pur non costituendo un soggetto che produce professionalmente raccomandazioni d'investimento, può tuttavia esercitare un forte impatto sul mercato grazie alla sua percepita competenza ed esperienza finanziaria. Ovviamente, al rilievo attribuito a questa figura fa da "contraltare" l'applicazione nei suoi confronti degli stessi obblighi informativi, in termini di corretta presentazione delle raccomandazioni e trasparenza degli interessi e dei conflitti d'interesse, che sussistono appunto per gli analisti professionali.

➤ ***La richiesta di pubblicazione degli IPO report da parte della Consob***

Osservazioni

Anche se tali aspetti non rientrano tra i contenuti delle Linee Guida sulle Raccomandazioni d'investimento, non riguardando l'ambito MAR, Aiaf e Assosim hanno osservato che la richiesta di pubblicazione di ricerche su strumenti finanziari oggetto di IPO pone gli intermediari destinatari della richiesta e, più in particolare, i membri del consorzio di collocamento, di fronte a rischi di natura quantomeno reputazionale, nonché a possibili conseguenze economiche, tali da rappresentare un disincentivo alla produzione di ricerche nella fase precedente a una IPO.

E' stato inoltre osservato che si pone il rischio che un *IPO report*, una volta pubblicato e reso disponibile alla generalità degli investitori, possa essere qualificato, in ordinamenti di altri Stati, quale documento di offerta non autorizzato, quale pubblicità non autorizzata di prodotti di investimento o quale raccomandazione (personalizzata) di investimento. Analogo rischio si pone in relazione alla possibile violazione di limitazioni di natura legale alla diffusione al pubblico (e, in particolare, agli investitori retail) di *IPO report*. La pubblicazione della ricerca, rendendo la stessa disponibile alla generalità degli investitori anche in ordinamenti diversi da quello italiano, espone quindi l'intermediario a rischi di *compliance*, nonché di contenzioso con gli investitori.

Valutazioni

Con riferimento alle osservazioni sopra illustrate relative alla pubblicazione di *IPO report*, si rileva che tale fattispecie non rientra nell'ambito MAR e, pertanto, la relativa richiesta di pubblicazione non è effettuata dalla Consob ai sensi dell'art. 114, comma 9, del TUF e dell'art. 69-*novies*, comma 2, del RE.

La pubblicazione di *IPO report* viene richiesta, in casi eccezionali, dalla Consob ai sensi dell'art. 97 del TUF, che applica agli emittenti, agli offerenti, ai revisori contabili e ai componenti degli organi sociali degli emittenti e degli offerenti, nonché agli intermediari incaricati del collocamento, in relazione all'offerta, gli obblighi di pubblicazione delle informazioni, su richiesta della Consob, previsti dall'art. 114, comma 5. Tali adempimenti si applicano dalla data della comunicazione con la quale è richiesta alla Consob l'approvazione del prospetto di offerta e ammissione alle negoziazioni.

In particolare, si evidenzia che la stampa quotidiana o i siti *web* specializzati riportano, generalmente, informazioni parziali in merito alle ricerche prodotte per le IPO, concentrando l'attenzione sugli obiettivi futuri di redditività. La diffusione di siffatti stralci di ricerche, peraltro prodotte dagli intermediari coinvolti nell'offerta esclusivamente per una platea di soggetti istituzionali, può in alcuni casi risultare fuorviante per gli investitori, in special modo *retail*.

Infatti le previsioni contenute negli elaborati originali sono sempre accompagnate da considerazioni sull'andamento specifico del settore di riferimento della società e sull'evoluzione del quadro economico generale e, anche in base a tale contesto, riportano - aspetto molto importante - la descrizione di specifici rischi per l'emittente riferiti ad aspetti che potrebbero condizionare negativamente il relativo andamento economico prospettico. Le notizie riportate dalla stampa in merito a tali ricerche non riprendono generalmente tali rischi, che dovrebbero essere comunque adeguatamente soppesati al fine di consentire l'assunzione di corrette decisioni di investimento.

In tali circostanze la Consob, al fine di assicurare la tutela di detti investitori, ritiene sia necessario l'esercizio del potere di richiesta di pubblicazione delle ricerche in formato completo e liberamente consultabile. Peraltro, per ovviare alle conseguenze evidenziate nell'ambito delle risposte alla consultazione, di fatto gli intermediari interessati utilizzano apposti filtri, sulle pagine internet utilizzate a tale scopo, al fine di evidenziare eventuali limitazioni riferite ai potenziali destinatari esteri.

3. ALLEGATI

Per un'analisi più dettagliata delle modifiche apportate alle versioni finali delle Linee Guida, rispetto ai testi sottoposti alla consultazione del mercato, si rinvia ai documenti allegati alla presente relazione.