

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198, ROMA

Corso Vittorio Emanuele II
284
00186 Roma

Tel +39 06 6842 71
Fax +39 06 6842 7333

Via Manzoni, 41/43
20121 Milano

Tel +39 02 2904 91
Fax +39 02 2904 9333

Roma- Milano, 25 novembre 2016

Osservazioni relative al documento di consultazione “*Proposte di modifica dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l’attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato*”

Spettabile Commissione,

Il nostro Studio è grato per l'opportunità di partecipare al processo di pubblica consultazione avviato con la pubblicazione del documento “*Proposte di modifica dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l’attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato*” del 24 ottobre 2016 (il **Documento di Consultazione**).

Con il presente contributo si intende fornire risposta ai quesiti formulati nel Documento di Consultazione in considerazione della esigenze e alla luce della pratica degli operatori del mercato con cui lo scrivente Studio è in costante contatto.

Per ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare:

Avv. Cristiano Tommasi (cristiano.tommasi@allenoverly.com; +39 06 6842 7583)

Avv. Emiliano La Sala (emiliano.lasala@allenoverly.com; +39 02 2904 9740)

Avv. Valentina Barbanti (valentina.barbanti@allenoverly.com; +39 06 6842 7511)

Avv. Alessandra Pala (alessandra.pala@allenoverly.com; + 39 066842 7515)

Distinti saluti,

Allen & Overy – Studio Legale Associato

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016
Osservazioni Allen & Overy

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE “PROPOSTE DI MODIFICA DEI REGOLAMENTI DI ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58, CONCERNENTI LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI E DEI MERCATI, NONCHÉ DEL REGOLAMENTO IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE, PER L’ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) N. 596/2014 IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO” DEL 24 OTTOBRE 2016

In via preliminare, si apprezza l’intento di codesta rispettabile Commissione di uniformare il quadro regolamentare italiano in materia di emittenti (Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come modificato - il **Regolamento Emittenti**, o **RE**) e mercati (Regolamento adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007, come modificato) alle disposizioni in tema di abusi di mercato introdotte dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (**MAR**), che a partire dal 3 luglio 2016 trova applicazione diretta in tutti gli Stati membri dell’Unione Europea (con l’eccezione di alcune disposizioni già applicabili dal 2 luglio 2014), e relative misure di livello 2.

Tale intervento, attuato nell’ambito dei poteri attribuiti alla Consob, andrebbe considerato alla luce della circostanza che, ad oggi, il legislatore si è limitato ad approvare in via preliminare uno schema di decreto legislativo, *inter alia*, di adeguamento della normativa nazionale alle suddette disposizioni MAR, senza poi giungere all’approvazione finale del decreto stesso entro il termine di scadenza del 3 maggio 2016 fissato dalla delega di cui alla legge 9 luglio 2015, n. 114 (legge di delegazione europea 2014).

In altri termini, l’intervento previsto del documento di consultazione in oggetto (il **Documento di Consultazione**), attuato nell’ambito dei poteri attribuiti a codesta rispettabile Commissione, precede l’atteso allineamento delle previsioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come modificato (il **Testo Unico della Finanza**, o **TUF**) alla menzionata disciplina europea.

Nel ribadire l’apprezzamento per l’attività svolta da Consob, quale esplicitata nel Documento di Consultazione, non si può dunque non registrare l’assenza di un coerente intervento organico di riforma del sistema, operato nel rispetto della gerarchia delle fonti e di ripartizione dei poteri vigente nel nostro ordinamento, che idealmente sarebbe finalizzato ad evitare *inconsistency* o lacune di rilievo nell’adeguamento al mutato assetto normativo in materia di abusi di mercato.

In particolare, in talune ipotesi, le modifiche proposte nel Documento di Consultazione dovrebbero far perno su novellate previsioni del TUF: per tutti, si consideri la riflessione svolta nel proseguo con riferimento alla definizione di “*emittenti quotati*” ancora contenuta nel Testo Unico della Finanza. Si consideri, altresì, l’auspicio che la normativa nazionale includa delle previsioni e talune definizioni – quale *in primis* quella di “*informazione privilegiata*” di cui all’articolo 7 MAR – che, pur assumendo la diretta applicabilità della regolamentazione europea, gioverebbero anche in sede di applicazione del Regolamento Emittenti di cui si propone la modifica¹.

Con specifico riferimento alle proposte formulate nel Documento di Consultazione, di seguito sono formulate in via sintetica - seguendo l’ordine di articolato - alcune riflessioni sull’approccio adottato da codesta rispettabile Commissione. Da ultimo, ci permettiamo anche di fornire alcuni spunti per interventi chiarificatori che si sollecitano per evitare aree d’incertezza inerenti al nuovo quadro regolamentare, eventualmente - ove ritenuto opportuno - anche in sede di emanazione di un provvedimento che sostituisca la Comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006 (la **Comunicazione del 2006**) che Consob ha esplicitato dover essere considerata non più vigente all’esito del processo regolamentare in discorso.²

¹ Cfr. anche, *infra*, nota 3.

² Cfr. Par. 3 del Documento di Consultazione, pag. 28.

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016 Osservazioni Allen & Overy

❖ Articolo 65, comma 1, RE

Dall'esame del Documento di Consultazione si evince che non è stata ritenuta oggetto di modifica la previsione di cui al comma 1 dell'articolo 65 RE.

Tale norma prevede l'elenco delle definizioni usate negli articoli successivi finalizzate ad individuare, *inter alia*, i soggetti cui è destinata la disciplina dell'informazione societaria nel Regolamento Emittenti. In particolare la definizione di "emittenti strumenti finanziari" identifica i "soggetti che emettono strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia". Peraltro, nella nuova formulazione proposta da Consob, tale definizione viene usata anche per disciplinare nell'articolo 66 RE l'obbligo di pubblicazione delle delibere concernenti i risultati finanziari, laddove si ritiene si sarebbe dovuto più propriamente usare la definizione di "emittenti valori mobiliari" (sul punto, si rimanda alle riflessioni svolte con riferimento all'art. 66, comma 3, RE, *infra*).

Al riguardo si osserva che, da un lato, l'eliminazione, proposta dal Documento di Consultazione, di gran parte degli articoli del Regolamento Emittenti in cui tale definizione è usata sembra ridurre molto l'utilità, dall'altro, per le ipotesi residuali in cui permane tale definizione, ci si chiede se la stessa debba ancora ritenersi corretta alla luce dell'estensione della disciplina di MAR anche ai titoli negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione.

La definizione in esame, infatti, fa unicamente riferimento alla negoziazione su mercati regolamentati in coerenza con la precedente disciplina introdotta dalla disciplina europea in materia di abusi di mercato. Probabilmente in questo caso (come altrove) l'Autorità ha dovuto fare i conti con la definizione di "emittenti quotati" ancora contenuta nel TUF e che non tiene conto delle modifiche introdotte dal MAR (in virtù della circostanza, sopra esposta, per cui il legislatore ancora non è intervenuto a modificare le pertinenti norme del Testo Unico della Finanza).

Alla luce di quanto sopra, ci si chiede se sia opportuno modificare la definizione in parola in applicazione del principio che vede la diretta applicabilità di MAR e, secondo l'interpretazione fornita dalla stessa Consob, il carattere sovraordinato delle relative disposizioni rispetto a quelle dell'ordinamento italiano.

❖ Articolo 66 RE – MAR e TD

L'articolo 66 RE, relativo ad "Eventi e circostanze rilevanti" sarebbe modificato ai fini di assicurare un coordinamento tra le previsioni MAR e le disposizioni della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency Directive*, di seguito TD).

Pur condividendo tale obiettivo, in relazione alle modalità di pubblicazione, diffusione e stoccaggio delle informazioni privilegiate, riteniamo che il mero "rinvio" a quanto previsto dalla TD possa comportare alcune problematiche laddove non sia introdotta una specifica previsione che vada a disciplinare alcune casistiche di specie.

In primis, si osserva che il perimetro di applicazione della TD riguarda gli emittenti di strumenti finanziari che siano ammessi a quotazione su un mercato regolamentato del mercato europeo laddove MAR estende il proprio campo di applicazione anche a quegli emittenti i cui strumenti finanziari siano ammessi a quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

Secondo quanto previsto dalla nuova formulazione dell'art. 66 RE, l'ordinamento nazionale prevedrebbe che un emittente di strumenti ammessi a quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione sia assoggettato agli stessi adempimenti in tema di pubblicazione, diffusione

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016

Osservazioni Allen & Overy

e stoccaggio delle informazioni privilegiate a cui è sottoposto un emittente di strumenti finanziari ammessi a quotazione su un mercato regolamentato europeo.

Alla luce della circostanza che MAR non entra nel dettaglio delle modalità di pubblicazione, diffusione e stoccaggio delle informazioni privilegiate rimandando agli ordinamenti nazionali l'emanazione delle previsioni relative alle modalità di adempimento, si potrebbe verificare l'ipotesi per la quale un emittente che abbia strumenti finanziari ammessi a quotazione su più sistemi multilaterali di gestione si trovi a dover adempiere a diverse e contrastanti previsioni di legge, a seconda delle normative nazionali in cui gli strumenti sono ammessi a quotazione. Nello specifico, tale emittente potrebbe essere tenuto a nominare uno SDIR ed un sistema di stoccaggio solo nel caso di strumenti finanziari ammessi a negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione in Italia ma non essere tenuto a tale adempimento ai sensi della normativa di un altro Stato europeo sul cui sistema multilaterale di negoziazione gli strumenti sono anche ammessi a negoziazione. Si reputa pertanto che sarebbe utile l'inclusione di una previsione che possa disciplinare tale casistica e chiarire il quadro normativo applicabile al caso di specie.

Riteniamo poi utile sottoporre alla valutazione di codesta rispettabile Commissione l'ipotesi di un emittente che abbia istituito uno SDIR ed un sistema di stoccaggio all'estero e non anche in Italia. In tal caso non appare chiaro se l'espletamento degli obblighi di diffusione e stoccaggio realizzati per il tramite dello SDIR e del sistema di stoccaggio estero debbano ritenersi sufficienti anche ai fini dell'ordinamento nazionale o se invece la nuova formulazione dell'art. 66 RE richieda che tale emittente dovrebbe comunque nominare uno SDIR ed un sistema di stoccaggio ai sensi di quanto previsto dalla normativa italiana. Sulla base del principio per cui l'informazione è *price sensitive* fintanto che "non è stata resa pubblica" si dovrebbe propendere per la prima ipotesi atteso che l'adempimento degli obblighi di diffusione e stoccaggio in un paese comporterebbe automaticamente la pubblicità dell'informazione ai fini dell'adempimento degli obblighi di MAR anche negli altri paesi. Tuttavia anche in questo caso si reputerebbe opportuna l'inclusione di una norma che possa disciplinare la casistica del caso. Tale seconda ipotesi comporterebbe, infatti, una duplicazione di adempimenti per l'emittente ed una duplicazione di costi.

❖ **Articolo 66, comma 3, RE**

Ulteriori osservazioni pertengono alla previsione di cui all'articolo 66, comma 3, RE, che vale in via preliminare richiamare nella sua formulazione e in relazione alle proposte di modifica formulate nel Documento di Consultazione.

Come è noto, la norma prevede che gli emittenti aventi strumenti finanziari quotati in Italia informino il pubblico:

"a) delle proprie situazioni contabili destinate a essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nel bilancio semestrale abbreviato, nonché delle informazioni e delle situazioni contabili destinate ad essere riportate nei resoconti intermedi di gestione, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni, salvo che la enga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio e tali soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, ovvero quando le medesime situazioni contabili o le medesime informazioni abbiano acquisito un sufficiente grado di certezza. È in ogni caso effettuata nel normale esercizio del lavoro della professione, della funzione o dell'ufficio la comunicazione che adempie un obbligo normativo;

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016

Osservazioni Allen & Overy

b) delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, il bilancio semestrale abbreviato e i resoconti intermedi di gestione.”

La *ratio* di tale disciplina, ed in particolare della lettera a), come illustrato dalla Consob nella Comunicazione del 2006, risiederebbe nella necessità di ridurre il rischio di fenomeni di abuso di informazioni privilegiate per quel periodo che intercorre tra l'elaborazione di situazioni contabili sufficientemente definite ed il formale esame dei documenti contabili da parte degli organi societari competenti. A tal fine si pone l'obbligo per l'emittente strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati in Italia di rendere noto al pubblico le informazioni contabili ove le stesse abbiano un sufficiente grado di certezza (ovvero quando vengono comunicate a soggetti terzi).

Quanto alla lettera b) essa pone l'obbligo in capo a tale emittente di divulgare l'approvazione da parte del competente organo del progetto di bilancio, del bilancio consolidato, del bilancio semestrale e dei resoconti intermedi.

Pertanto, qualora le informazioni non rientrino nella casistica sopra citata perché (i) non vengono diffuse a soggetti terzi (ovvero la diffusione è fatta secondo i presidi indicati dalla norma); ovvero (ii) è assente quel requisito di sufficiente grado di certezza dell'informazione; ovvero (iii) non attengano alle deliberazioni di approvazione dei documenti contabili da parte degli organi competenti, non sussisterebbe obbligo di pubblicazione delle stesse.

Consob ha proposto di modificare la disposizione in discorso eliminando la menzionata lettera a), ritenendo tale informativa assorbita dalle disposizioni vigenti di MAR. In altri termini, le informazioni contabili dovranno essere diffuse solo se, a seguito di una valutazione “*in concreto*”, e caso per caso, sussistano i presupposti richiesti da MAR e pertanto l'informazione possa qualificarsi come “*privilegiata*”. Pertanto, la comunicazione di cui alla lettera a) perderebbe il suo attuale carattere periodico per assumere carattere occasionale diventando obbligatoria solo qualora sia ritenuta rilevante dall'emittente ai fini della disciplina delle comunicazioni c.d. *price sensitive*.

Per quanto attiene alla lettera b) sopra citata, Consob ritiene invece di non modificare la disciplina in questione ma di spostarla in un nuovo articolo collocato nell'ambito della c.d. informativa societaria, ossia di quella informativa che è oggetto di recepimento della TD e, dunque, non qualificabile di per sé come informazione “*price sensitive*”.

Permetterebbe, dunque, in capo all'emittente l'obbligo di comunicare al pubblico le comunicazioni attinenti all'approvazione da parte degli organi competenti del progetto di bilancio, della proposta di distribuzione del dividendo, del bilancio consolidato, del bilancio semestrale abbreviato e dei resoconti intermedi di gestione, non in quanto informativa necessariamente qualificabile come *price sensitive*, ma come informativa da diffondersi in quanto rilevante ai fini della TD. Coerentemente con tale approccio Consob propone di spostare tale disposizione dalla Sezione I (Informazioni su eventi e circostanze rilevanti) alla Sezione V (Informazione Periodica).

In altri termini, la previsione in parola non farebbe più parte delle norme secondarie con le quali il Regolamento Emittenti attua l'articolo 114 TUF e ss. ma delle norme di applicazione dell'art 154-*bis* TUF e ss., e, in particolare, l'art. 154-*ter* TUF (*Relazioni Finanziarie*).

A tal riguardo giova riportare di seguito alcune brevi indicazioni sulle disposizioni che identificano i destinatari della disciplina relativa all'informativa (i) *price sensitive* e (ii) di

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016

Osservazioni Allen & Overy

quella periodica, per poi fare alcune considerazioni in merito alla proposta di modifica dell'articolo 66, comma 3, RE.

Per quanto attiene la disciplina delle **informazioni price sensitive** si osserva che le disposizioni dell'articolo 114 TUF si rivolgono in generale agli "*emittenti quotati*", ossia, secondo la definizione di cui all'art. 1, lett. w, "*i soggetti, italiani o esteri, inclusi i trust, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano [...]*". Coerentemente le disposizioni di cui all'art 66 RE fanno riferimento agli "*emittenti strumenti finanziari*", ossia, secondo la definizione contenuta nel Regolamento Emittenti, ai "*soggetti che emettono valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia*".

Diversamente, per quanto attiene la disciplina delle **informazioni periodiche** le disposizioni di cui al citato articolo 154-ter TUF si rivolgono agli "*emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine*", ossia, coerentemente con la definizione contenuta all'art. 1, lett. w-quater TUF e, in generale, con l'approccio della TD: "*1) gli emittenti azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione europea, aventi sede legale in Italia; 2) gli emittenti titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad euro mille, o valore corrispondente in valuta diversa, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione europea, aventi sede legale in Italia; 3) gli emittenti valori mobiliari di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede legale in uno Stato non appartenente all'Unione europea, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine tra gli Stati membri in cui i propri valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La scelta dello Stato membro d'origine resta valida salvo che l'emittente abbia scelto un nuovo Stato membro d'origine ai sensi del numero 4-bis) e abbia comunicato tale scelta; 4) gli emittenti valori mobiliari diversi da quelli di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede legale in Italia o i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine. [...]*". Coerentemente con tale approccio le disposizioni contenute alla Sezione V (Informativa Periodica) del Regolamento Emittenti fanno riferimento agli "*emittenti valori mobiliari*" ossia, secondo la definizione di cui allo stesso Regolamento Emittenti "*i soggetti che emettono valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia e che hanno l'Italia come Stato membro d'origine ai sensi dell'art. 1, lettera w-quater TUF*".

Ciò premesso ci si aspetterebbe che nel rubricare le disposizioni che erano precedentemente contenute all'art. 66 comma 3, lett. b), RE nella Sezione V, l'Autorità ne prevedesse l'applicabilità agli "*emittenti valori mobiliari*", coerentemente con l'art. 154-ter del TUF e con le altre disposizioni previste nella citata Sezione V del Regolamento Emittenti. Al contrario la disposizione in parola, nonostante venga spostata nella Sezione V, manterrebbe il riferimento ad "*emittenti strumenti finanziari*", e pertanto, continuerebbe ad applicarsi a soggetti che abbiano titoli quotati in mercati regolamentati in Italia, e a prescindere dalla circostanza che abbiano scelto l'Italia quale stato membro d'origine ai fini della TD.

A tal riguardo tra le conseguenze che, a titolo esemplificativo, si potrebbero generare ove la formulazione rimanesse quella prevista nella Consultazione si pensi al caso di un emittente estero che abbia titoli quotati su un mercato regolamentato italiano e che tuttavia sia soggetto ai requisiti di *disclosure* ai sensi della TD in un altro paese europeo che non preveda l'obbligo di rendere pubblica l'informativa in parola. In tal caso l'emittente potrebbe essere tenuto a comunicare l'informativa in questione in Italia ma non nel paese eletto ai fini della TD, secondo un modello che pare in contrasto con le finalità di armonizzazione sottese a tale direttiva.

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016

Osservazioni Allen & Overy

Ci si chiede dunque quale sia la *ratio* di tale scelta che pare non in sintonia con l'obiettivo annunciato dalla Commissione nel Documento di Consultazione di tenere separate le finalità sottese alla disciplina delle informazioni *price sensitive* rispetto a quella dell'informazione societaria né con le disposizioni di normativa primaria cui il Regolamento Emittenti si dovrebbe riferire; tale scelta, come s'è detto, può avere anche rilevanti ricadute applicative.

❖ Articolo 66-bis RE

Come è noto, l'art. 66-bis RE stabilisce che il ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate è ammissibile qualora si renda necessario al fine di non pregiudicare i legittimi interessi dei soggetti tenuti alla comunicazione stessa e indica un criterio guida volto a delineare l'ambito delle circostanze potenzialmente causa di pregiudizio di tali legittimi interessi e due ipotesi non esaustive in cui la facoltà di ritardo è ammessa.

Secondo il Documento di Consultazione, l'abrogazione dell'art. 66-bis RE sarebbe giustificata dall'intento di evitare un'evidente sovrapposizione con l'applicazione automatica delle previsioni di cui all'art. 17 MAR, quale anche esplicitato dal considerando 50) MAR.

Alla luce della proposta abrogazione, resterebbero, peraltro, da considerare le aree d'incertezza che possono facilmente ingenerarsi nella prassi, con conseguente possibilità di applicazioni eccessivamente diversificate della norma.

Come è noto, l'esercizio della facoltà del ritardo deve essere oggetto di attenta valutazione da parte dell'emittente al fine di limitarne l'impiego ai casi in cui siano dimostrabili i presupposti e, in tal senso, valgono i richiami formulati da codesta rispettabile Commissione già con la Comunicazione del 2006. Proprio in relazione a tale valutazione le incertezze possono essere numerose, anche ove si considerino le condizioni previste dall'art. 17, comma 4, MAR.

Si allude soprattutto al requisito dei "*legittimi interessi*", in relazione al quale si assume che trovino applicazione le recenti linee guida esplicative dell'ESMA del 13 luglio 2016 (ESMA/2016/1130), che a sua volta richiama il *set* di linee guida emanato dal CESR (CESR/06-562b). 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 agevole 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.

Resterebbe, altresì, da chiarire la nozione delle "*negoziazioni in corso*" al quale andrebbero riferiti i suddetti legittimi interessi, già ai sensi dell'art. 66-bis e ora applicando le previsioni MAR.

Con la Comunicazione del 2006 la Consob ha sottolineato che la diffusione di tali notizie si rivelerebbe senza dubbio fuorviante in quanto frammentaria e pertanto non atta ad una corretta valutazione delle informazioni da parte del pubblico. E' noto, peraltro, che manca una definizione esatta di "*negoziazioni in corso*", anche assumendo che trovino applicazione i criteri consueti di interpretazione che porterebbero a considerare la locuzione 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.

Si consideri anche l'obiettivo di evitare che si utilizzi la facoltà del ritardo come espediente per eludere il tempestivo adempimento degli obblighi di comunicazione previsti dalla normativa *de qua*. Il ritardo muove dal presupposto che sia stato a monte compiuto un processo di valutazione aziendale interna che abbia portato a qualificare un'informazione

Documento di consultazione - 24 ottobre 2016

Osservazioni Allen & Overy

come “*privilegiata*” ai sensi di cui all’art. 7 MAR. Sfugge alle previsioni normative un’esatta definizione temporale della fattispecie e, pertanto, appare tanto più opportuna una precisa identificazione dei suoi presupposti, pur sempre nell’ambito della potestà chiarificatoria concessa alla Commissione dalla normativa applicabile.

In aggiunta, con la Comunicazione del 2006, veniva anche evidenziato che “*in relazione ai fatti aziendali esiste una delicata fase preparatoria di durata non ben definita, in cui è necessario che l’informazione, in relazione alla quale non sussiste ancora l’obbligo di comunicazione al pubblico, sia oggetto di un regime classificato di confidenzialità all’interno dell’organizzazione d’impresa. Il mancato rispetto di tale regime comporta l’obbligo di pubblicazione (immediata o senza indugio, secondo quanto previsto dall’art. 114, comma 4, TUF) non già per il venir meno delle condizioni del ritardo, ma in via autonoma, trattandosi comunque di ripristinare una situazione di parità informativa nel mercato*”. Ci si chiede se questa precisazione valga anche nel mutato contesto normativo anche considerata la connessa proposta di modifica dell’art. 66, comma 1, RE alla quale la Comunicazione del 2006, non più vigente all’esito della consultazione in corso, faceva riferimento.

Infine, ci si chiede se, stante la proposta abrogazione del comma 3 dell’art. 66-*bis*, la Consob intenda lasciare non meglio precisato l’obbligo di riservatezza connesso alla facoltà del ritardo o se non sia più opportuno, anche in questo caso, cogliere il pretesto di un intervento chiarificatore per fornire delle più precise linee guida agli operatori.

❖ **Emittenti strumenti finanziari diffusi**

Dall’esame del Documento di Consultazione si evince che, ove venissero implementate le proposte *ivi* formulate, gli emittenti strumenti finanziari diffusi continueranno ad applicare la normativa previgente³.

Al riguardo vorremmo sottolineare che, ad oggi, l’articolo 112 RE prevede un regime di esenzione dalla disciplina prevista per gli emittenti strumenti diffusi con riferimento a quegli emittenti che abbiano strumenti finanziari ammessi a quotazione in un mercato regolamentato. Sugeriremmo di estendere tale esenzione anche agli emittenti di strumenti finanziari ammessi a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione, in modo tale che le previsioni di cui al MAR, ora applicabili anche a tali emittenti, continuino a non trovare applicazione in relazione agli emittenti strumenti finanziari diffusi. Ove non si procedesse in tal senso, un emittente strumenti diffusi ammessi a negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione si troverebbe a dover adempiere a due regimi paralleli e diversi in tema di informazioni privilegiate, ossia il regime attualmente applicabile ai sensi della normativa nazionale (che rispecchia il vecchio impianto normativo in tema di abusi di mercato) ed il nuovo regime MAR direttamente applicabile in Italia. In considerazione della circostanza che i menzionati regimi hanno ad oggetto la stessa tematica pur differendo per alcuni aspetti, si reputa opportuno che siano apportate delle modifiche volte ad evitare un sovraccarico di adempimenti parzialmente simili a carico degli emittenti in discorso.

Allen & Overy – Studio Legale Associato

³ Proprio in relazione alla circostanza che, con riferimento agli emittenti strumenti finanziari diffusi continuerebbe a trovare applicazione la disciplina previgente, e dunque anche l’articolo 114 TUF, si auspica che - anche all’esito dell’atteso intervento di legislazione primaria di cui in premessa di questo documento - la definizione di “*informazione privilegiata*” venga allineata a quella prevista da MAR. La *ratio* sottesa all’applicabilità della disciplina sulle informazioni privilegiate dovrebbe, infatti, essere la medesima e pertanto pur non richiamando MAR la disciplina sugli emittenti strumenti diffusi si ritiene opportuno applicare il medesimo trattamento.