

Roma, 25 novembre 2016

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

Trasmissione tramite SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: Osservazioni a documento per la consultazione "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" 24 ottobre - 25 novembre 2016

Con la presente, Assoimmobiliare ringrazia per l'opportunità di partecipare alla consultazione ed esprime soddisfazione per l'attività di implementazione del Regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di Emittenti (di seguito, il "**Regolamento Emittenti**") per effetto del recepimento del Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito "**MAR**") e dei relativi atti di livello 2 entrati in vigore lo scorso 3 luglio 2016.

Si rileva, preliminarmente, che MAR è stato approvato nell'aprile 2014, a seguito di una proposta della Commissione Europea dell'ottobre 2011 finalizzata a rafforzare la disciplina europea in materia di abusi di mercato, precedentemente regolata dalla Direttiva 2003/6/CE ("**MAD 1**").

Rispetto al MAD 1 l'ambito di applicazione della disciplina MAR non si limita agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione, ma si estende: (i) agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; (ii) agli strumenti finanziari negoziati su un MTF, ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un MTF; (iii) agli strumenti finanziari negoziati su un OTF; (iv) agli strumenti finanziari diversi da quelli precedenti il cui prezzo o valore dipende da essi, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore (i.e. *credit default swap* e i contratti finanziari differenziali).

Tra le principali novità normative introdotte da MAR si segnala che anche una "tappa intermedia di un processo prolungato" può rientrare nell'accezione di "informazione privilegiata" qualora abbia un carattere preciso, l'informazione non sia stata resa pubblica, riguardi, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati.

Sotto l'aspetto sanzionatorio si segnala che la disciplina MAR armonizza a livello europeo il sistema repressivo e richiede agli Stati membri di dotare le autorità competenti di adeguati poteri di indagine e di intervento. MAR viene peraltro affiancato da una nuova disciplina europea delineata nella Direttiva 2014/57/UE ("**MAD 2**"), recante disposizioni concernenti il sistema sanzionatorio penale in materia di abusi di mercato.

L'armonizzazione della disciplina in materia di abusi di mercato, sanzionati in via amministrativa, è realizzata grazie allo strumento del Regolamento, direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. L'applicazione dei precetti di MAR, peraltro, è accompagnata da numerosi atti normativi di livello 2 adottati dalla Commissione Europea in forza di deleghe contenute in diverse disposizioni dello stesso MAR.

Ciò premesso, si riportano, di seguito, talune osservazioni dell'Associazione in risposta al Questionario contenuto nel documento di consultazione del 24 ottobre 2016 recante "*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*" (il "**Documento di Consultazione**"):

Q1) *Si condivide l'approccio generale adottato dalla Consob nella predisposizione delle proposte di modifica regolamentari necessarie per l'adeguamento alle nuove regole europee, con particolare riferimento agli articoli 66 e 68 del Regolamento Emittenti? Con riferimento alla proposta di abrogazione dell'articolo 66-bis, si condivide l'approccio adottato in tema di ritardo della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate?*

Si condivide, in termini di tecnica normativa, l'approccio generale adottato dalla Consob nella predisposizione delle proposte di modifica regolamentare necessarie per l'adeguamento alle nuove regole europee in considerazione dell'immediata applicabilità, del grado di dettaglio e della prevalenza della normativa comunitaria.

Ciò posto, si rileva che le modifiche regolamentari di adeguamento alle nuove regole europee potrebbero costituire l'occasione per chiarire, eventualmente anche con una comunicazione, aspetti pratici inerenti all'applicazione delle nuove regole.

In particolare, si potrebbe chiarire se l'obbligo di redazione dell'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate sussista o meno esclusivamente nel caso di ricorso alla procedura di ritardo di cui all'art. 17, comma 4, MAR. Infatti, atteso che l'emittente ha l'obbligo di comunicare "quanto prima possibile" al pubblico le informazioni privilegiate che lo riguardano direttamente non si comprende l'utilità pratica di redigere un elenco di tutti coloro che hanno accesso a informazioni privilegiate ove non si faccia ricorso alla detta procedura di ritardo.

Laddove, pur condividendo la detta interpretazione, codesta Commissione ritenesse di non essere legittimata a deliberare sul punto, si chiede di rappresentare tale istanza interpretativa nelle competenti sedi comunitarie.

Q2) *Si condivide la soluzione regolamentare proposta con riferimento agli obblighi di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante?*

A seguito dell'entrata del nuovo quadro normativo, si è dell'avviso che gli obblighi di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante non debbano più trovare applicazione.

Depongono in tal senso almeno due circostanze.

La prima, riconducibile all'estensione della nuova disciplina agli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni o per cui è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione su un MTF ovvero su un OTF (art. 2, par. 1, lett. b) e c), MAR).

Il considerando n. 8 del MAR prevede che "negli ultimi anni gli strumenti finanziari sono stati negoziati con sempre maggior frequenza sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Esistono anche strumenti finanziari che vengono negoziati solo su altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione (OTF) o che vengono negoziati soltanto fuori borsa (OTC). L'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbe pertanto includere tutti gli strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato, un MTF o un OTF, e tutte le altre condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti strumenti finanziari, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione. Nel caso di alcuni tipi di MTF i quali, come i mercati regolamentati, aiutano le società a raccogliere finanziamenti di capitale di rischio, il divieto di abuso di mercato si applica anche quando è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un tale mercato. Pertanto, l'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbe comprendere gli strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un MTF. Ciò dovrebbe migliorare la tutela degli investitori, mantenere l'integrità dei mercati e assicurare un chiaro divieto dell'abuso di mercato di tali strumenti". In tale contesto, l'attuale categoria di matrice nazionale degli emittenti strumenti diffusi verrebbe inclusa nell'ambito applicativo di MAR, ove gli strumenti finanziari siano negoziati su un MTF o su un OTF.

La seconda circostanza è che la Comunicazione n. 0092492 del 18 ottobre 2016 costituisce un importante strumento di *enforcement* verso la "migrazione" della negoziazione degli strumenti finanziari dai canali interni delle banche a meccanismi di negoziazione multilaterale.

Ne discende che la categoria degli "emittenti diffusi" i cui strumenti non siano negoziati su un MTF o su un OTF è destinata a diventare residuale e priva di rilevanza pratica: mantenere per essi un regime MAR, introdurrebbe incertezze interpretative, una poco comprensibile incoerenza dell'architettura complessiva dell'ordinamento finanziario italiano rispetto agli altri Paesi europei, costi non giustificati dallo "spessore" degli interessi generali sottesi agli obblighi informativi.

Qualora - al contrario - si intendesse mantenere la proposta, è necessario chiarirne i contenuti e le motivazioni.

Q4) *Con riguardo agli obblighi di comunicazione in materia di operazioni dei manager, - si condivide la proposta regolamentare volta a mantenere gli obblighi di comunicazione per gli azionisti rilevanti dell'emittente, rinviando alle modalità di comunicazione previste da MAR, salvo il mantenimento del più lungo termine previsto dall'attuale regolamentazione?*

- Si ritiene preferibile l'innalzamento della soglia prevista per l'applicazione di tali obblighi ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 9, MAR?

In caso di risposta affermativa si richiede di fornire dati ed evidenze a supporto.

La scrivente ritiene non doversi introdurre la proposta modifica contenuta negli articoli 152-*sexies* e 152-*octies* del Regolamento Emittenti, oggetto di consultazione, che conferma gli obblighi di comunicazione per gli azionisti rilevanti dell'emittente sul presupposto che gli atti di recepimento della normativa comunitaria non possono prevedere il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle disposizioni comunitarie stesse.

In particolare, a normativa vigente, l'articolo 114, comma 7, del D. Lgs. n. 58/1998 ("TUF") e gli articoli 152-*sexies* e 152-*octies*, comma 4, del Regolamento Emittenti impongono ai soggetti che detengono azioni in misura almeno pari al 10% del capitale sociale dell'emittente, nonché ad ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato (c.d. soggetti rilevanti), l'obbligo di comunicare alla Consob e al pubblico le operazioni aventi ad oggetto le azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad essi collegati da loro effettuate, anche per interposta persona, entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione.

Sul punto, si segnala che MAR all'articolo 19, nonché nelle definizioni di "*persona che svolge funzioni amministrative, di direzione o di controllo*" e di "*persona strettamente legata*" (cfr. articolo 3, paragrafo 1, nn. 25 e 26), non ricomprende più espressamente i predetti soggetti rilevanti tra quelli tenuti all'adempimento degli obblighi in materia di *internal dealing*.

Purtuttavia, codesta Commissione propone di mantenere nel Documento di Consultazione l'obbligo di comunicazione per gli azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10% e per i controllanti in quanto la "disapplicazione" dell'articolo 114, comma 7, del TUF, in forza dell'entrata in vigore della normativa MAR, dovrebbe ritenersi limitata alle sole disposizioni incompatibili con la citata normativa comunitaria, e dunque non anche alla previsione di obblighi di comunicazione più estesi contenuti nella normativa primaria e non esclusi da MAR.

A favore di tale soluzione - chiarisce Consob - depone anche il fatto che la disciplina contenuta in MAR prevede obblighi di comunicazione delle operazioni rilevanti che, tra l'altro, possono coinvolgere la società controllante dell'emittente nel caso in cui l'amministratore della controllante sia anche amministratore o esponente dell'organo di controllo della quotata (cfr. articolo 3, paragrafo 1, n. 26, lettera d), MAR).

A ben vedere, la scrivente non ritiene percorribili le motivazioni espresse a favore del mantenimento degli obblighi di *internal dealing* per i soggetti rilevanti (i.e. soggetti che detengono una partecipazione superiore al 10%, o comunque di controllo) per le seguenti ragioni:

- (i) in punto di diritto, come già anticipato, gli atti di recepimento delle disposizioni normative comunitarie non possono prevedere l'introduzione o - come nel caso di specie - il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle disposizioni comunitarie stesse. Ed invero, il mantenimento del predetto obbligo comporterebbe un livello di regolazione superiore a quello minimo richiesto dall'articolo 19 MAR che, da un punto di vista soggettivo, stabilisce che vanno comunicate all'Autorità di vigilanza e ai partecipanti al mercato solo le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di

amministrazione, di controllo o direzione, nonché le persone a loro strettamente legate. Pertanto, mantenendo tali obblighi di comunicazione più estesi rispetto alla disciplina comunitaria si estenderebbe di fatto l'ambito soggettivo di applicazione MAR comportando maggiori oneri amministrativi per i destinatari. Né si dà conto nel Documento di Consultazione delle circostanze eccezionali in relazione alle quali si rende necessario il superamento del livello minimo di regolazione comunitaria (cfr. articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater della legge n. 246/2005).

Per le ragioni che precedono, quindi, l'articolo 114 comma 7 del TUF, è da intendersi abrogato a decorrere dal 3 luglio 2016, data di entrata in vigore del Regolamento MAR e degli atti normativi di livello 2.

Da ultimo, si segnala che l'Associazione condivide la scelta dell'Autorità di vigilanza con riguardo al mantenimento del termine più ampio contenuto nell'articolo 152-octies Regolamento Emittenti, ai sensi del quale gli azionisti rilevanti hanno un termine di comunicazione delle operazioni più lungo (quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione) rispetto a quello previsto per gli altri soggetti rilevanti (cinque giorni), cioè a dire coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché le persone a loro strettamente legate;

- (ii) da un punto di vista operativo il mantenimento di tale obbligo determinerebbe un maggior sacrificio dei destinatari in termini sia di oneri amministrativi che economici.

Laddove non dovesse essere ritenuta condivisibile la proposta di non mantenere, nel nuovo assetto normativo, gli obblighi di comunicazione a carico degli azionisti rilevanti, si propone, in subordine, di modificare il testo dell'articolato in consultazione, sostituendo il rinvio - contenuto nel modificando art. 152-sexies - all'articolo 114, comma 7, secondo periodo, del TUF con l'indicazione in chiaro dei soggetti di cui all'art. 3, comma 1, numero 26), lett. a), b) e c), MAR (*"coniuge o un partner equiparato al coniuge ai sensi del diritto nazionale, figlio a carico ai sensi del diritto nazionale, parente che abbia condiviso la stessa abitazione da almeno un anno alla data dell'operazione in questione"*).

Ciò in quanto, da un lato, i soggetti indicati nell'art. 114, comma 7, secondo periodo, TUF non coincidono con quelli considerati rilevanti ai fini MAR, dall'altro, è ben possibile che tale rinvio al TUF perda significato a seguito della prevista revisione delle disposizioni del TUF per adeguare anche tale provvedimento normativo al nuovo quadro comunitario.

Fermo restando quanto osservato in relazione alla opportunità di non estendere agli azionisti rilevanti gli obblighi di comunicazione previsti dalle disposizioni MAR, si propone di chiarire nel modificando art. 152-octies che i "tre giorni lavorativi" di cui all'art. 19 MAR, entro i quali devono essere notificate le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, devono intendersi come "tre giorni di mercato aperto", in linea con quanto previsto dalla norma in commento che fa riferimento al termine di "cinque giorni di mercato aperto".

Con riguardo all'innalzamento della soglia prevista per l'applicazione degli obblighi di *internal dealing* di cui all'articolo 19, paragrafo 1, MAR, da Euro 5.000 a Euro 20.000, l'Associazione esprime una valutazione positiva riguardo all'impostazione adottata da Consob in forza della previsione contenuta nel paragrafo 9 del precitato articolo 19.

Di seguito si sottopongono alcune ulteriori considerazioni sul testo della proposta di articolato in consultazione, nell'auspicio che possano costituire un utile contributo.

(i) Artt. 152-bis e ss. del Regolamento Emittenti - Registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate

Si chiede di chiarire - nella delibera di recepimento delle modifiche regolamentari a seguito della consultazione, ovvero in una separata comunicazione - le attività necessarie ai fini del passaggio dal previgente registro *insiders* all'attuale elenco delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate. A tal fine, si propone di considerare "chiuso" il vecchio registro a far data dall'entrata in vigore del MAR, con conseguente obbligo di alimentare da quel momento in poi esclusivamente il "nuovo" elenco, strutturato secondo quanto disposto dal Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 della Commissione del 10 marzo 2016, inserendo anche le informazioni privilegiate originariamente inserite nel "vecchio" registro laddove il requisito di *price sensitivity* delle stesse sia ancora attuale. Quanto precede, fermo restando, in ogni caso, l'obbligo di conservazione dei registri *insiders* per almeno cinque anni.

La modifica del Regolamento Emittenti (ovvero una comunicazione di chiarimenti) potrebbe anche essere l'occasione per precisare che l'elenco delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate deve essere redatto esclusivamente dall'emittente (autorizzato a delegare terzi per tale incombenza) e non anche in proprio da soggetti terzi che agiscano in nome e per conto dell'emittente (ad esempio in veste di consulenti/intermediari).

(ii) Art. 19 MAR - Operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o di direzione

Lprevede che coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, nonché le persone a loro "strettamente legate", notificano all'emittente e all'autorità competente le operazioni concernenti gli strumenti finanziari di tale emittente, strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati.

Ai sensi dell'art. 3, par. 1, n. 25), MAR per «*persona che svolge funzioni amministrative, di direzione o di controllo*» si intende: una persona, all'interno di un emittente, che sia:

- a) componente dell'organo di amministrazione o di controllo di tale entità; o
- b) un alto dirigente che, pur non essendo membro degli organi di cui alla lettera a), abbia regolare accesso a informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente tale entità e detenga il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione futura e sulle prospettive di tale entità.

Ai sensi dell'art. 3, par. 1, n. 26), MAR rientrano nel novero delle persone strettamente legate anche le persone giuridiche "*le cui responsabilità di direzione siano rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione*" (o da un suo familiare) [enfasi aggiunta].

Va ricordato che, con un'impostazione non dissimile, la abrogata Direttiva MAD (2003/6/CE) all'art. 6 comma 4, riferiva gli obblighi di *internal dealing* alle "persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente di strumenti finanziari e, se del caso, le persone legate strettamente ad esse" [enfasi aggiunta].

L'abrogata direttiva di livello II, 2004/72/CE all'art.1 puntualizzava che:

A) per "persona che esercita responsabilità di direzione all'interno di un emittente", si intende una persona che sia:

a) membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente;
b) un alto dirigente che, pur non essendo membro degli organi di cui alla precedente lettera a), abbia regolare accesso a informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente e detenga il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente.

B) per "persona strettamente legata a una persona che esercita responsabilità di direzione all'interno di un emittente", si intende, fra gli altri:

"qualunque persona giuridica (..) le cui responsabilità di direzione siano esercitate da una persona così come definita al punto 1 del presente articolo o alle precedenti lettere a), b) e c) del presente punto".

Come si può vedere nel passaggio fra il "vecchio" e il "nuovo" regime non si apprezzano sul punto modifiche rilevanti.

Nondimeno, va rimarcato come nella vigenza del precedente regime la Consob aveva opportunamente adottato un quadro normativo e interpretativo che consentiva di escludere dal novero delle "persone strettamente legate" le persone giuridiche nelle quali un "soggetto rilevante" (o un parente/familiare) avesse il ruolo di mero consigliere.

L'attuale (abrogando) art. 152-sexies, lettera d.2), del Regolamento Emittenti fa infatti riferimento alle sole persone giuridiche in cui un soggetto rilevante (o un suo familiare/parente) "sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione" (enfasi aggiunta). Il concetto in base al quale la funzione di direzione (lessico comunitario) corrisponde alla funzione di gestione (lessico regolamento Consob) era stato rinforzato dalla comunicazione Consob n. DME/6027054 del 2006 che ulteriormente chiariva come la "titolarità della funzione di gestione" all'interno di una società fosse riconducibile unicamente all'eventualità in cui la società fosse una sorta di soggetto "interposto" dello stesso soggetto rilevante ("si considera titolare, da solo, della funzione di gestione il soggetto rilevante che rivesta la carica di amministratore unico. Nel caso di più amministratori, il soggetto rilevante è titolare della funzione di gestione nel caso in cui più della metà del consiglio sia composto dal soggetto rilevante e/o da persone a lui strettamente legate indicate alla lettera d.1").

In parallelo, l'art. 152-septies, comma 3, lett. d) (anch'esso abrogando) prevede una serie di esenzioni per "operazioni effettuate da un ente creditizio o da un'impresa di investimento".

La normativa in consultazione prevede l'abrogazione degli artt. 152-*sexies*, e 152-*septies* del Regolamento Emittenti, nonché "*per effetto del nuovo quadro normativo europeo*" della comunicazione del 28 marzo 2006, n. 6027054.

Si tratta di un'impostazione che - come si è visto - non trova fondamento nel mutato quadro normativo europeo, rimasto sostanzialmente invariato anche sul piano lessicale. Restano confermate le ragioni che allora imposero l'adozione di una linea di vigilanza regolamentare e interpretativa parzialmente "adeguatrice" al nostro ordinamento e alla nostra prassi societaria.

Diversamente ragionando, il consigliere semplice di una banca o di un intermediario negoziatore "trasformerebbe", perciò solo, dette società in un "soggetto strettamente legato" alla società quotata nella quale lo stesso consigliere semplice riveste funzioni di amministrazione, direzione e controllo: donde la necessità, per tali intermediari, di comunicare tutte le operazioni compiute sui titoli della suddetta quotata (anche ove si tratti di operazioni ordinarie e fisiologiche); circostanza questa che introdurrebbe, nei fatti, un'ulteriore (e involontaria) ipotesi di *interlocking directorate* estesa oltre i confini del mercato bancario, finanziario e assicurativo e senza alcun radicamento sistematico con le fattispecie di diritto positivo ad oggi esistenti.

Si chiede quindi di mantenere la vigenza delle surricordate disposizioni anche nel modificando quadro normativo.