

# Newsletter

Aprile 2017

## **CONSOB: PROPOSTE DI MODIFICA ALLA DISCIPLINA REGOLAMENTARE PER L'ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) N. 596/2014 IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO**

Come noto, in data 25 novembre 2016 si è conclusa la consultazione pubblica indetta da Consob sulle proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti, mercati e operazioni con parti correlate (la “**Consultazione**”), per l’adeguamento del quadro normativo alle nuove regole europee in materia di abusi di mercato, introdotte dal regolamento (UE) n. 596/2014 (il “**MAR**”) e dai relativi regolamenti attuativi.

In data 6 aprile 2017, Consob ha diffuso: (i) una relazione illustrativa degli esiti della consultazione e delle conseguenze sulla regolamentazione, sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori (la “**Relazione Illustrativa**”); nonché (ii) un documento di consultazione concernente la proposta di adozione di due comunicazioni recanti l’adozione delle Guide Operative “Gestione delle Informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento” (il “**Documento di Consultazione**”).

### **1. ESITI DELLA CONSULTAZIONE**

L’applicazione diretta del MAR – a decorrere dal 3 luglio 2016 – ha comportato, da un lato, la necessità di abrogare le norme del Regolamento adottato con delibera n. 11971/1999 (il “**RE**”) relative a materie rientranti nell’ambito di applicazione (diretta) del MAR, dall’altro, di coordinare con il nuovo impianto di matrice europea tutte quelle disposizioni regolamentari che, seppur non direttamente colpite dal MAR, risultano a questo in ogni caso connesse.

Scopo della presente nota è quello di individuare sinteticamente le più rilevanti modifiche apportate da Consob alle disposizioni regolamentari.

#### **1.1. DISPOSIZIONI IN MATERIA DI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE CONTINUA**

In materia di obblighi di informazione continua, tenuto conto della applicazione diretta delle norme europee, la Commissione ha proceduto ad abrogare<sup>1</sup>, salve le specifiche di cui *infra*, gli articoli 65-*duodecies*/68 del RE che, in attuazione dell’articolo 114, commi 1 e 2, del D.Lgs. n. 58/1998 (il “**TUF**”) in materia di informazione su eventi e circostanze rilevanti, non risultavano compatibili con l’impianto di cui all’articolo 17 del MAR, a mente del quale “*L’emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente*”.

Alla luce delle disposizioni di cui all’articolo 17, paragrafo 4, del MAR, in materia di ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate, è stato inoltre abrogato l’articolo 66-*bis* del RE, attinente alla medesima materia.

<sup>1</sup>Riformulato, invece, il testo dell’articolo 66, secondo cui “*Gli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate sono assolti mediate apposito comunicato diffuso secondo le modalità indicate nel Capo I.*”

# Newsletter

Consob ha confermato che l'esercizio dell'opzione prevista dall'articolo 17, paragrafo 4, comma 3, del MAR (a mente del quale l'emittente che si avvalga della facoltà di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata deve comunicare all'autorità competente le condizioni poste a fondamento del ritardo *solo* su richiesta della stessa e non automaticamente) presuppone l'intervento da parte del legislatore nazionale, trattandosi di un'opzione concessa allo Stato membro e non all'autorità competente. Su questa tematica si dovrà, pertanto, attendere l'eventuale intervento del legislatore italiano.

Confermata anche l'abrogazione dell'articolo 68 del RE (*Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo*), già proposta in sede di Consultazione, in considerazione del fatto che le regole generali in materia di obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate già pongono il divieto di *selective disclosure* per le informazioni riferite a dati previsionali ed obiettivi quantitativi, nonché un obbligo di comunicazione nel caso di "rilevante scostamento" dell'andamento effettivo della gestione, rispetto ai dati previsionali ed agli obiettivi quantitativi in precedenza messi a disposizione del pubblico. Qualora, infatti, le citate informazioni avessero carattere privilegiato, le stesse sarebbero assoggettate, in ogni caso, agli obblighi di comunicazione al pubblico ai sensi dell'articolo 17 del MAR.

Con riguardo alla pubblicazione dell'informativa periodica, Consob ha evidenziato che i risultati di periodo, non ancora approvati dal consiglio di amministrazione degli emittenti, non costituiscono, in ogni caso e *sic et simpliciter*, un'informazione privilegiata: dovrà, invero, valutarsi "in concreto", caso per caso, se sussistano i presupposti all'uopo richiesti dal MAR. Allorquando risultino integrati i requisiti previsti dall'articolo 7 del MAR, sorgerà l'obbligo di comunicazione al pubblico di tali "risultati di periodo", nei modi e nei limiti di cui all'articolo 17 del MAR, come sopra illustrati.

In attuazione della Direttiva 2004/109/CE (la "**Direttiva Transparency**"), inoltre, la Commissione ha ritenuto opportuno mantenere l'obbligo di comunicazione 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, se del caso, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive), trasponendolo nel nuovo articolo 78-bis del RE.

## **1.2. EMITTENTI STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI FRA IL PUBBLICO IN MISURA RILEVANTE**

Come già rappresentato nel documento di Consultazione, Consob ha confermato che agli emittenti strumenti finanziari diffusi continuerà ad applicarsi la disciplina prevista dall'articolo 114 del TUF in materia di obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, non essendo detti emittenti ricompresi nell'ambito applicativo del MAR.

## **1.3. OPERAZIONI DI STABILIZZAZIONE E ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE**

In considerazione del nuovo quadro normativo, si è posta l'esigenza di coordinare le disposizioni del RE che disciplinano le operazioni di acquisto di azioni proprie e stabilizzazione con l'articolo 5 del MAR in materia di esenzione dai divieti di abuso di mercato per le negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di un programma di riacquisto, ovvero per le operazioni di stabilizzazione di valori mobiliari.

# Newsletter

Alla luce di ciò, gli articoli 34-*septies* (*Operazioni di stabilizzazione degli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico o ad esso collegati*), 87 (*Comunicazioni delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari*) ed 87-bis (*Informazioni su acquisti di azioni proprie*) del RE sono stati abrogati, mentre all'articolo 144-bis del RE (*Acquisto di azioni proprie e della società controllante*) sono state introdotte nuove modalità di acquisto, coerenti con l'impostazione del MAR ed idonee ad assicurare la parità di trattamento degli azionisti.

In particolare, Consob ha ritenuto opportuno includere nell'esenzione prevista dalla norma citata: (i) gli acquisti effettuati sui sistemi multilaterali di negoziazione (oltre che sui mercati regolamentati); (ii) gli acquisti effettuati nello svolgimento dell'attività di internalizzazione sistematica secondo modalità non discriminatorie e che prevedano l'esecuzione in via automatica e non discrezionale delle operazioni in base a parametri preimpostati; nonché (iii) gli acquisti operati in conformità delle prassi di mercato ammesse da Consob ai sensi dell'articolo 13 del MAR.

Il nuovo articolo 144-bis.1 del RE (*Esenzioni per le operazioni di acquisto di azioni proprie e stabilizzazione*) specifica, quindi, che l'esenzione in parola opera anche per le operazioni stabilizzazione e di acquisto di azioni proprie, qualora ricorrano le condizioni di cui all'articolo 5 del MAR.

All'articolo 144-bis.2 del RE (*Comunicazione delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari*), Consob ha previsto che, fuori dai casi previsti dall'articolo 5 del MAR, gli emittenti azioni ed i gestori di FIA chiusi, le cui quote o azioni siano ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati, debbano informare il pubblico e Consob delle operazioni, individuate ai sensi dell'Allegato 3F (e secondo modalità e termini previsti in tale Allegato), aventi ad oggetto i propri strumenti finanziari, effettuate da loro stessi o da società da essi direttamente o indirettamente controllate o da soggetti da essi appositamente incaricati.

## 1.4. OPERAZIONI DEI MANAGER

In materia di obblighi di comunicazione al pubblico delle operazioni effettuate dai *manager* su strumenti finanziari dell'emittente, la Commissione ha ritenuto di mantenere, confermandone l'impianto, l'obbligo di comunicazione già previsto dagli articoli 152-*sexies*/152-*octies* del RE in capo agli azionisti che detengono una partecipazione superiore al 10% e per i soggetti che controllano l'emittente.

Al fine di allineare la disciplina regolamentare alle nuove disposizioni del MAR, è stata mantenuta la categoria dei "soggetti rilevanti", dalla quale sono stati espunti i *manager* (nonché tutti gli altri soggetti rilevanti e persone loro strettamente collegate contemplati dalla normativa europea), tenuti a notificare le operazioni effettuate ai sensi dell'articolo 19 del MAR.

Sono venuti meno gli obblighi di comunicazione delle operazioni inerenti alle azioni quotate e non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato.

Confermati, invece, sia il sistema delle esenzioni già contemplato dalle norme regolamentari, sia la facoltà, per i soggetti rilevanti e le persone a loro strettamente associate, di delegare all'emittente quotato la notifica a Consob delle operazioni compiute (cfr. articolo 152-*octies* del RE).

Quanto ai termini per effettuare la notifica, Consob ritiene che nei "tre giorni lavorativi" indicati dal MAR non debbano includersi il sabato, la domenica ed ogni altro giorno festivo.

# Newsletter

Con riferimento ai c.d. *closed period* previsti e disciplinati dall'articolo 19, paragrafo 11, del MAR (a mente del quale una persona che eserciti funzioni di amministrazione, controllo o direzione presso un emittente non può effettuare operazioni per proprio conto o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, relative alle quote o ai titoli di credito di tale emittente, o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a essi collegati, durante un periodo di chiusura di 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno che il relativo emittente è tenuto a rendere pubblici secondo le regole della sede di negoziazione dell'emittente o secondo il diritto nazionale), Consob ha chiarito che:

- (i) la disciplina del MAR non si applica ai resoconti trimestrali resi pubblici dall'emittente su base volontaria;  
e
- (ii) qualora l'emittente pubblichi dati preliminari, il *closed period* si applica esclusivamente alla data di pubblicazione di questi ultimi e non a quelli definitivi e che, a tal riguardo, il giorno di pubblicazione dell'annuncio rappresenta il trentesimo giorno del *closed period* (i.e., la data dell'annuncio pone fine al *closed period*).

Con riferimento alla determinazione della soglia minima, relativa all'importo complessivo delle operazioni effettuate dai *manager*, il cui raggiungimento determina la sussistenza degli obblighi di comunicazione (cfr. articolo 19, paragrafo 9, del MAR), in considerazione delle osservazioni pervenute nel corso della consultazione e al fine di conciliare esigenze di tutela dell'integrità dei mercati con la sostenibilità degli oneri posti a carico degli operatori, Consob ha innalzato la soglia prevista da Euro 5.000 ad Euro 20.000.

La Commissione non è, invece, intervenuta con riferimento all'esercizio dell'opzione di cui all'articolo 19, paragrafo 3, comma 3, del MAR, in relazione alla possibilità che sia l'autorità competente a diffondere al pubblico le informazioni relative alle operazioni effettuate da parte dei *manager* in luogo dell'emittente: secondo Consob, infatti, l'esercizio della citata opzione richiederebbe necessariamente una modifica della normativa primaria, trattandosi di una facoltà attribuita dal MAR allo "Stato membro". Anche su questa tematica si dovrà, pertanto, attendere l'eventuale intervento del legislatore italiano.

Quanto alle operazioni compiute dai gestori (cfr. articolo 19, paragrafo 7, lettera *b*) del MAR), Consob ha ritenuto che possa escludersi l'applicabilità della disciplina del MAR nel caso in cui le operazioni vengano effettuate nell'ambito del servizio di gestione collettiva del risparmio, tenuto conto della spoliazione di qualsivoglia potere dispositivo dell'investitore sul patrimonio "conferito".

Con riguardo, infine, al servizio di gestione individuale, Consob ha confermato l'orientamento già espresso in occasione della comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, in virtù della quale, qualora le operazioni siano effettuate nell'ambito di un rapporto di gestione su base individuale e in assenza di istruzioni impartite dal cliente, gli obblighi di comunicazione decorrono dal giorno in cui il cliente riceve la comunicazione, da parte dell'intermediario, delle operazioni stesse.

## 1.5. ALTRE MODIFICHE REGOLAMENTARI

### 1.5.1. Raccomandazioni di Investimento

In considerazione del nuovo quadro normativo europeo, sono state abrogate le disposizioni del RE che, in materia di raccomandazioni di investimento, si sovrappongono alle previsioni del MAR (articoli 69/69-*septies* del RE).

È stato mantenuto, invece, l'articolo 69-*novies* del RE, che al secondo comma disciplina il potere di Consob di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento.

Con riferimento a quanto sopra, si noti che Consob ha opportunamente delineato le condizioni e le circostanze in presenza delle quali potrà richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento nell'ambito della Guida Operativa.

### 1.5.2. Elenchi degli insider

Alla luce delle previsioni di cui all'articolo 18 del MAR (*Elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate*), sono stati integralmente abrogati gli articoli 152-*bis*/152-*quinquies* del RE.

Sotto il profilo soggettivo, Consob ha confermato che le società controllate dall'emittente non sono tenute dal MAR all'istituzione del registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate.

## 2. DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

Alla luce delle evidenze e delle richieste di chiarimenti acquisite nel corso della consultazione pubblica, da parte sia degli investitori sia degli emittenti, Consob ha ritenuto opportuno predisporre apposite "Guide Operative", aventi ad oggetto, rispettivamente, la "Gestione delle informazioni privilegiate" e le "Raccomandazioni di Investimento", che consentano agli operatori di ricostruire il diritto vigente, fornendo, al contempo, chiarimenti applicativi sulle modalità di adempimento degli obblighi previsti dalla nuova normativa.

I contenuti di tali Guide Operative sono quindi state sottoposte alla consultazione del mercato, cui Legance – Avvocati Associati intende prender parte. Le risposte al Documento di Consultazione dovranno pervenire a Consob entro il giorno 6 giugno 2017.

# Newsletter

\*\*\*\*\*

Il Dipartimento di *Equity Capital Markets* di Legance è a disposizione per qualsiasi chiarimento ed approfondimento, anche in relazione a fattispecie specifiche.

Per ulteriori informazioni:

## GIORGIO VANZANELLI

Tel. +39 02.89.63.071

[gvanzanelli@legance.it](mailto:gvanzanelli@legance.it)

## GIULIA MARINA LAZZARI

Tel. +39 02.89.63.071

[gmlazzari@legance.it](mailto:gmlazzari@legance.it)

\*\*\*\*\*

## LO STUDIO

Legance è uno studio legale italiano con un team di professionisti esperti, dinamici e orientati al risultato, il cui affiatamento ha reso possibile un modello organizzativo flessibile ed incisivo che, attraverso dipartimenti attivi in tutti i settori della consulenza legale d'affari, esprime il giusto equilibrio tra specialista e avvocato come consulente globale. Legance conta circa 200 avvocati, nelle sedi di Milano, Roma e Londra. Le aree di competenza sono: Fusioni, Acquisizioni e Diritto Societario; Banking; Project Financing; Debt Capital Markets; Equity Capital Markets; Financial Intermediaries Regulation; Fondi di Investimento; Contenzioso, Arbitrati ed ADR; Ristrutturazioni e Procedure Concorsuali; Ue, Antitrust e Regolamentazione; Diritto del Lavoro e delle Relazioni Industriali; Diritto Tributario; Diritto Amministrativo; Diritto Immobiliare; Diritto dell'Energia, Gas e Risorse Naturali; Compliance; Diritto della Navigazione e dei Trasporti; Proprietà Intellettuale; TMT (Technology, Media, Telecommunications); Diritto Ambientale; Insurance; Nuove Tecnologie; Legislazione Alimentare. Per maggiori informazioni, potete visitare il nostro sito web: [www.legance.it](http://www.legance.it).

## DISCLAIMER

La presente Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni di carattere generale. Di conseguenza, non costituisce un parere legale né può in alcun modo considerarsi come sostitutivo di una consulenza legale specifica.

## INFORMATIVA EX ART. 13 D. LGS. 196/2003

La presente Newsletter è inviata esclusivamente a soggetti che hanno liberamente fornito i propri dati personali nel corso di rapporti professionali o di incontri, convegni, workshop o simili. I dati personali in questione sono trattati in formato cartaceo o con strumenti automatizzati per finalità strettamente collegate ai rapporti professionali intercorrenti con gli interessati nonché per finalità informative o divulgative ma non sono comunicati a soggetti terzi, salvo che la comunicazione sia imposta da obblighi di legge o sia strettamente necessaria per lo svolgimento dei rapporti professionali nel corso dei quali i dati sono stati forniti. Il "titolare" del trattamento dei dati è **Legance – Avvocati Associati**, con sedi in Roma, Via di San Nicola da Tolentino n. 67, 00187, Milano, Via Dante n. 7, 20123 e Londra Aldermay House, 10-15 Queen Street, EC4N 1TX. Il trattamento dei dati ha luogo presso le sedi di Legance ed è curato solo da dipendenti, collaboratori, associati o soci di Legance incaricati del trattamento, o da eventuali incaricati di occasionali operazioni di manutenzione. Qualora Lei avesse ricevuto la presente Newsletter per errore oppure desiderasse non ricevere più comunicazioni di questo tipo in futuro potrà comunicarcelo inviando un email a [relazioni\\_esterne@legance.it](mailto:relazioni_esterne@legance.it). In ogni caso, Lei ha il diritto in qualunque momento di ottenere la conferma dell'esistenza dei suoi dati e di conoscerne il contenuto e l'origine, nonché di verificarne l'esattezza o chiederne l'integrazione o l'aggiornamento, ovvero la rettificazione. Lei ha inoltre il diritto di chiedere la cancellazione, la trasformazione in forma anonima o il blocco dei dati trattati in violazione di legge, nonché di opporsi in ogni caso, per motivi legittimi, al loro trattamento. Le richieste di cui sopra vanno rivolte via fax a **Legance – Avvocati Associati**, al numero +39 06 93 18 27 403.

MILANO - 20123  
Via Dante, 7  
T +39 02 89 63 071

ROMA - 00187  
Via di San Nicola da Tolentino, 67  
T +39 06 93 18 271

LONDRA - EC4N 1TX  
10-15 Queen Street  
Aldermay House  
T +44 (0)20 7074 2211

info@legance.it  
[www.legance.it](http://www.legance.it)

**Legance**  
AVVOCATI ASSOCIATI