

La disciplina sugli abusi di mercato: indicazioni interpretative su alcuni profili delle operazioni dei *manager* e dei registri *insiders*

ABSTRACT

L'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato dettata dal Regolamento UE n. 596/2014 (MAR), in vigore dal 3 luglio 2016, continua a presentare incertezze interpretative che incidono significativamente sui costi e i rischi degli emittenti.

Nel presente Note e Studi si rappresentano in dettaglio i principali problemi aperti della disciplina delle comunicazioni delle cosiddette "operazioni dei manager" (art.19 della MAR), e sulla tenuta dei "registri *insider*" (art.18 della MAR) e si formulano alcune interpretazioni al fine di orientare le società sui comportamenti da assumere, nelle more di chiare indicazioni da parte delle Autorità.

Come criterio generale, si ritiene che siano ancora applicabili i criteri applicativi indicati dalla Consob per la previgente disciplina in tutti i casi nei casi in cui la MAR non ha introdotto innovazioni sostanziali.

In particolare, in mancanza di eventuali diversi orientamenti delle Autorità, la Comunicazione della Consob DME/6027054 del 2006 continua a fornire utili indicazioni per quanto riguarda l'applicazione:

- della definizione di persone strettamente legate ai *manager*, che la MAR ha lasciato immutata rispetto alla Direttiva previgente e
- per la gestione dei registri *insider* da parte dei soggetti che agiscono in nome e per conto dell'emittente, in quanto le innovazioni introdotte dalla MAR sulla responsabilità dell'emittente possono intendersi riferite solo ai registri tenuti dai soggetti che redigano e aggiornino tali registri su mandato dell'emittente ed in sua vece, e non anche a quelli tenuti da "consulenti" dell'emittente per specifiche operazioni.

INDICE

Introduzione	4
1. Le persone strettamente legate ai manager	5
2. Le persone che svolgono funzioni di controllo	9
3. Altre questioni relative alla disciplina delle operazioni dei manager	10
4. I registri insiders: i soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti	15

Introduzione

La disciplina sugli abusi di mercato, dettata dal Regolamento UE n. 596/2014 (di seguito “Regolamento” e/o MAR”), applicabile dal 3 luglio 2016, continua a presentare talune incertezze interpretative; particolarmente problematiche appaiono le incertezze sulla disciplina delle comunicazioni delle cosiddette “operazioni condotte dai *manager*”, con riferimento alle definizioni di “persone che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo” e di “persone strettamente legate” e sulla tenuta dei registri *insiders* da parte dei soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti.

Nel presente Note e Studi si rappresentano in dettaglio le questioni specifiche sulle quali sarebbe necessario un chiarimento; alcune di esse sono già state rappresentate in sede di risposta alla consultazione¹ della Consob avviata il 24 ottobre 2016 per l’adeguamento della disciplina secondaria al Regolamento, su altre sono maturati nuovi orientamenti, anche alla luce delle esperienze di altri Stati membri, che possono essere stimolo per rinnovate riflessioni.

Il processo legislativo che ha condotto all’emanazione del Regolamento e delle misure di livello II e III² è stato lungo e complesso. La scelta del Regolamento in luogo della precedente direttiva aveva l’obiettivo di armonizzare la disciplina sugli abusi di mercato evitando il rischio di arbitraggio normativo³. Essendo il Regolamento per sua natura direttamente applicabile negli Stati Membri, il compito di fornire interpretazioni e chiarimenti incombe primariamente sulle autorità europee, tra cui l’ESMA cui partecipano le Autorità competenti nazionali. In assenza di chiare indicazioni da parte delle Autorità europee l’obiettivo di piena armonizzazione rischia di essere compromesso, favorendo il permanere di prassi diversificate a livello nazionale.

Riteniamo che al momento, e fino a un definitivo chiarimento, sia necessario comunque fornire un’interpretazione che orienti le società sui comportamenti da assumere dopo diversi mesi dalla data in cui la MAR è applicabile.

Pertanto nel presente Note e Studi illustriamo quelle soluzioni che secondo il nostro giudizio, non contrastando con gli obiettivi della MAR, possono essere adottate dagli emittenti nella fase transitoria antecedente a un pronunciamento definitivo.

¹ Si veda [Interventi e consultazioni Assonime 17/2016](#).

² Per un quadro riassuntivo di tali misure si veda il [sito di Assonime](#).

³ Si vedano i considerando 4 e 5 del Regolamento.

1. Le persone strettamente legate ai *manager*

La MAR stabilisce che i *manager* (cioè coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione) e le persone ad essi strettamente legate sono soggetti agli obblighi di comunicazione delle operazioni su strumenti finanziari dell'emittente (art. 19).

Le persone strettamente legate ai *manager* sono definite all'art. 3, para 1, n. 26, lett. d) MAR come:

- le persone giuridiche, i *trust* e le società di persone le cui responsabilità di direzione siano rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, controllo o direzione o da coniuge, partner equiparato, figlio a carico o parente che abbia condiviso la stessa abitazione da almeno un anno alla data dell'operazione;
- o direttamente o indirettamente controllate da dette persone;
- o siano costituite a beneficio di tali soggetti;
- o i cui interessi siano sostanzialmente equivalenti agli interessi di dette persone.

Per essere soggetti all'obbligo di comunicazione di cui all'art. 19 della MAR, si legge nel documento di consultazione della Consob dell'ottobre 2016, è sufficiente rientrare anche in una sola delle categorie (essendo le condizioni disgiuntive).

Per quanto riguarda la categoria del primo alinea, quindi, se il *manager* di una società quotata ha responsabilità di direzione presso un'altra società, questa rientra fra le persone strettamente legate e deve comunicare le operazioni che effettua sugli strumenti finanziari emessi dall'emittente.

Il problema interpretativo riguarda la nozione di "responsabilità di direzione".

Sia la formulazione disgiuntiva delle condizioni della MAR sia l'indicazione della nozione di "responsabilità di direzione" sono analoghe a quelle utilizzate dalla direttiva 2004/72⁴ sotto la vigenza della quale la Consob aveva definito come persone strettamente legate ai *manager*: le persone giuridiche, le società di persone, i *trust* in

⁴ Art. 1, par. 1, lett. d) "Qualunque persona giuridica, *trust* o società di persone, 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, ovvero che sia direttamente o indirettamente controllata da detta persona, o sia costituita a suo beneficio, o i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti agli interessi di detta persona".

cui un *manager* fosse titolare della funzione di gestione⁵, da solo (cioè nel caso in cui il *manager* è l'amministratore unico), o congiuntamente (cioè quando la metà del consiglio è composto dal manager e/o da persone a lui strettamente legate)⁶."

Questa scelta era motivata dall'obiettivo, dichiarato dalla Consob, di limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con la finalità antielusiva della norma, definendo criteri basati sull'effettiva possibilità che l'operatività dei soggetti considerati fosse in grado di procurare concreti benefici economici al *manager*⁷.

Un altro aspetto meritevole di chiarimento è quello delle "persone giuridiche direttamente o indirettamente controllate da persone che svolgono funzioni di amministrazione, controllo o direzione", anche questa già presente nella direttiva 2004/72. La Consob, nella comunicazione del 2006, aveva ritenuto sussistere tale fattispecie allorché il soggetto rilevante detenesse una quota significativa della proprietà (identificata come quota di diritto agli utili superiore al 50%) in quanto solo in questo caso gli effetti economici di transazioni concluse dalla società potevano essere riconducibili al soggetto stesso⁸.

Ciò detto, in assenza di un'interpretazione chiara ed univoca e in attesa di un pronunciamento dell'ESMA, si pone la necessità di chiarire il regime applicabile quantomeno in via transitoria.

A tale riguardo, riteniamo sia da confermare l'applicabilità dei criteri previsti dalla comunicazione Consob del 2006 che abbiamo sopra riportato (per la fattispecie della "responsabilità di direzione: l'amministratore unico o, nel caso di più amministratori,

⁵ Prevista dall'art. 152-*sexies*, comma 1, lett. d.2).

⁶ Comunicazione Consob DME/6027054 del 2006, par. 138.

⁷ Cfr. comunicazione Consob del 2006, par. 137: "*in relazione a tale argomento si premette che l'inclusione accanto alle persone fisiche legate al soggetto da determinati rapporti di parentela di alcune tipologie di persone giuridiche nell'ambito di applicazione della disciplina è finalizzata ad evitare forme di elusione della trasparenza. In tale ottica appare limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con tale finalità, definendo criteri di identificazione delle persone giuridiche da considerare basati sull'effettiva possibilità che l'operatività di tali soggetti sia in grado di procurare concreti benefici economici al soggetto rilevante*". Nel documento di consultazione del 2005 per recepire la vecchia MAD, la Consob aveva optato per un'interpretazione restrittiva della direttiva 2004/72/CE; si legge nel documento che "l'applicazione letterale della direttiva di secondo livello, che includerebbe tutte le società interessate da fenomeni di partecipazione incrociata agli organi di direzione e controllo porterebbe inoltre nella realtà italiana, dove tali fenomeni sono estremamente diffusi, alla comunicazione di una enorme massa di informazioni di scarsa significatività segnaletica, in quanto in molti casi relative ad operazioni svolte da soggetti giuridici che agiscono con finalità proprie e indipendenti dalla volontà e dagli interessi dei soggetti rilevanti".

⁸ Cfr. comunicazione Consob par. 139, nella quale veniva altresì specificato che nel caso di una catena di società controllate la quota di diritti agli utili è calcolata "ponderando" le quote di diritti agli utili detenute nei singoli livelli.

quando la metà del consiglio sia composto dal soggetto rilevante e/o da persone a lui strettamente legate; per la fattispecie del controllo: quota di diritto agli utili superiore al 50%).

Questi criteri appaiono infatti coerenti con la MAR, in quanto la definizione di “persone strettamente legate” non appare mutata rispetto al testo della previgente disciplina della MAD, alla luce della quale erano stati definiti dalla Consob, e potrebbero essere pertanto confermati anche per interpretare la nuova disciplina a regime.

Una diversa interpretazione, che comprendesse tra le persone strettamente legate tutte le società in cui un *manager* svolge il ruolo di amministratore o sindaco, senza ulteriori condizioni, estenderebbe gli obblighi di comunicazione anche a situazioni che non risponderebbero alla finalità antielusiva sopra indicata, dando luogo a un proliferare di comunicazioni senza alcuna funzione segnaletica soprattutto nei casi in cui venissero considerate “persone strettamente legate” società (come SIM, banche o altri intermediari finanziari⁹) che effettuano fisiologicamente attività di *trading*.

Alcune considerazioni in vista di una eventuale modifica dei criteri applicativi.

Quanto detto nel paragrafo che precede attiene ai criteri da utilizzare per individuare le persone strettamente legate ai manager in attesa di un chiarimento definitivo. Tali criteri, come sopra indicato, possono essere confermati anche a regime in quanto coerenti con la nuova disciplina, che su questi aspetti non ha innovato rispetto alla direttiva previgente.

Qualora però in sede ESMA dovesse prevalere un'interpretazione più restrittiva, l'eventuale riconsiderazione dei criteri dovrebbe comunque salvaguardare la loro finalità antielusiva. In particolare, la “responsabilità di direzione” dovrebbe essere comunque limitata alle situazioni in cui i *manager* dispongano di effettivi poteri decisionali in merito alle scelte d'investimento e siano in condizione di ricevere benefici economici da tali scelte.

In particolare, i criteri attualmente definiti dalla Comunicazione Consob potrebbero essere riconsiderati secondo le seguenti linee:

⁹ Occorre considerare infatti che queste società (SIM, banche e altri intermediari finanziari), qualora siano “persone strettamente legate”, dovrebbero comunicare la fisiologica operatività in titoli dell'emittente nella quale un loro amministratore riveste funzioni di amministrazione, controllo o direzione. Con grande impatto operativo sia per l'emittente sia per le società “strettamente legate”, obbligate a comunicare a Consob e al mercato le operazioni.

- quanto alla prima fattispecie (persone giuridiche, i *trust* e le società di persone le cui responsabilità di direzione siano rivestite da una persona che svolge funzioni di amministrazione, controllo o direzione), al fine di evitare di includere “tutte le società interessate da fenomeni di partecipazione incrociata agli organi di direzione e controllo”, si suggerisce di valorizzare la nozione di “responsabilità di direzione” contenuta nella MAR che non crediamo ricorra per il semplice fatto che un amministratore sieda in due consigli di amministrazione. Essa richiede infatti un *quid pluris*, cioè che almeno tale amministratore abbia incarichi esecutivi e sia destinatario di deleghe in virtù delle quali possa adottare le scelte di investimento, operando in proprio, o per mezzo di soggetti preposti, al *trading* sugli strumenti finanziari dell'emittente che gli procurino concreti benefici economici, anche alla luce della *ratio* della disposizione che intende sottoporre a obblighi di comunicazione le operazioni svolte da una persona giuridica in grado di procurare concreti benefici economici al soggetto rilevante;
- quanto alla seconda fattispecie delle persone giuridiche direttamente o indirettamente controllate da persone che svolgono funzioni di amministrazione, controllo o direzione, si potrebbe ritenere che gli obblighi di notifica ricorrano qualora al soggetto rilevante competa una quota significativa di diritto agli utili oppure tale soggetto rilevante abbia nominato effettivamente la maggioranza degli amministratori, così da dimostrare, nei fatti, che tale soggetto esercita effettivamente i poteri di indirizzo della persona giuridica dalla quale può trarre concreti benefici economici.

Ci risulta che in questa direzione si sia mossa la Bafin e un'analogia interpretazione sia stata sostenuta di recente in UK da *City of London Law Society and Law Society Company Committees' Joint Working Group Parties* che, a sua volta, riprende un'interpretazione di FSA del 2005¹⁰.

Tale interpretazione, qualora condivisa dalla Consob, potrebbe essere presentata in sede ESMA al fine di consolidare un orientamento comune e armonizzato nell'Unione europea.

¹⁰ In senso analogo [le Q&A della Bafin dell'11 gennaio 2017](#) pp.5e 6, n. 9 e n. 10 (cfr. [versione tradotta in inglese del 16 dicembre 2016](#)).

Cfr. *Market Abuse Regulation (EU MAR) Q&A City of London Law society and Law Society Company Committees' Joint Working Group Partie on Market Abuse, Share Plans and Takeover Code* pubblicate il 28 ottobre 2016 Q7; l'amministratore della società A è anche amministratore della società B di cui non controlla più del 50%; B è considerata persona strettamente legata se l'amministratore è: a) “*the sole director of B or has the right to appoint a majority of the board of directors of B; or: b) the director (or senior executive) that personally has control over B's management decisions affecting B's future development and business prospects*”. Cfr. [FSA, Market Watch, Issue n. 12 June 2005](#).

2. Le persone che svolgono funzioni di controllo

Un ulteriore profilo di incertezza interpretativa potrebbe sorgere con riferimento alla definizione di “*persons discharging managerial responsibilities*” nella MAR che nella versione inglese include: “a) *a member of the administrative, management or supervisory body of that entity* or b) *a senior executive who is not a member of the bodies referred to in point (a), who has regular access to inside information relating directly or indirectly to that entity and power to take managerial decisions affecting the future developments and business prospects of that entity*”¹¹.

Nella traduzione italiana “*a member of the administrative, management or supervisory body*” viene tradotto come: “componente dell’organo di amministrazione o di controllo”.

Il riferimento ai componenti degli organi di controllo nella versione italiana appare improprio alla luce della versione inglese che, quando menziona il “*supervisory body*” intende il consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico le cui funzioni non sono certamente omologabili a quelle dell’organo di controllo nel sistema tradizionale. Si tratta, a nostro avviso, di un errore di traduzione e ciò è tanto più vero se si considerano le fonti normative europee in materia di *company law* che laddove definiscono i “*director*” come *member of the administrative, managerial or supervisory body*” sono state tradotte, nella versione italiana come “membri dell’organo di amministrazione, gestione o sorveglianza”; così, per esempio nelle raccomandazioni europee del 2004 e del 2005 rispettivamente sulla remunerazione degli amministratori delle società quotate e sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi.

A nostro parere l’esclusione dei componenti degli organi di controllo dalla definizione contenuta all’art. 1, para 1, n. 25, funzionale all’applicazione della disciplina della comunicazione delle operazioni effettuate dai *manager ex art. 19 MAR*, è avvalorata inoltre:

- i) dalla definizione degli alti dirigenti la cui ricorrenza è legata alla sussistenza di due presupposti cumulativi: l’aver accesso alle informazioni privilegiate e il potere di adottare decisioni di gestione che possano influire sulle prospettive dell’emittente; non è quindi sufficiente avere accesso alle informazioni privilegiate ma è necessario anche detenere il potere di adottare decisioni di gestione che possano influire sulle prospettive dell’emittente. Quest’ultimo requisito, che ricorre naturalmente per i componenti degli organi di amministrazione, non sussiste invece per l’organo di controllo;

¹¹ Art. 3, para 1, n. 25.

ii) dalla stessa *ratio* della disposizione che è quella di comunicare le transazioni aventi valore segnaletico per il mercato effettuate da soggetti qualificati che, come tali, possono costituire elementi d'informazione estremamente preziosi.

L'inclusione *ex lege* dei componenti degli organi di controllo costituisce a nostro parere una forma di *gold-plating*, che non appare motivata alla luce della *ratio* della norma e che comunque sembra improprio sia introdotta esclusivamente attraverso la traduzione in italiano, peraltro incoerente con quella di altre fonti europee .

Considerato tuttavia il tenore letterale delle norme attualmente in vigore, si ritiene al momento preferibile includere i componenti gli organi di controllo delle società che adottano i sistemi tradizionale e dualistico (sindaci e membri del consiglio di sorveglianza) tra le persone soggette agli obblighi di dichiarazione, auspicando che la traduzione venga adeguata al tenore del testo inglese o che l'eventuale *goldplating* sia adeguatamente motivato.

3. Altre questioni relative alla disciplina delle operazioni dei *manager*

Operazioni da notificare

Nel documento di consultazione la Consob propone la riformulazione dell'art. 152-*sexies* abrogando la definizione di strumenti finanziari collegati alle azioni in cui erano (tra l'altro) ricomprese sia le azioni quotate emesse da società controllate dell'emittente quotato (b.5), sia le azioni non quotate emesse da controllate dell'emittente quotato quando il valore contabile della partecipazione nella controllata rappresenta più del 50% dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato (b.6). Nelle more di un chiarimento, riteniamo che le operazioni sui suddetti strumenti finanziari non facciano sorgere l'obbligo di notifica, in quanto non previste dalla disciplina comunitaria e comunque già proposte in abrogazione dal documento di consultazione.

Closed period

La MAR stabilisce che i PDMRs non effettuano operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, sui titoli dell'emittente o su strumenti finanziari derivati o collegati nei 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di fine anno da rendere pubblico secondo le regole della sede di negoziazione dell'emittente o secondo il diritto nazionale (art. 19, par. 11).

Si pongono alcune questioni con riguardo alla disciplina dei *closed period*:

- i.* applicabilità di tali *closed period* ai resoconti intermedi di gestione, tenuto conto che nel nostro ordinamento l'obbligo di pubblicazione è stato abrogato dal decreto che ha recepito la direttiva *Transparency II*. Fermo restando che attualmente non sussiste un obbligo normativo e che i resoconti intermedi di gestione non sono di per sé un'informazione privilegiata, riteniamo che qualora una società decidesse di pubblicarli volontariamente, a questi non si applicherebbero restrizioni all'operatività; tale interpretazione appare compatibile con la recente delibera Consob 19614/2016 che ha introdotto l'art. 83-ter nel Regolamento Emittenti¹²; naturalmente le società restano in ogni caso libere di applicare le restrizioni all'operatività ai resoconti intermedi di gestione pubblicati volontariamente;
- ii.* la MAR prevede i *closed period* per i soggetti che esercitano funzione di amministrazione, controllo o direzione presso un emittente per le operazioni effettuate per conto proprio o di terzi, direttamente o indirettamente (art. 19, par. 11); il problema che si pone riguarda l'applicabilità dei *closed period* al caso di CEO di un emittente bancario quotato che autorizzi la negoziazione in conto proprio di azioni o obbligazioni (dell'emittente). Ciò alla luce dell'interpretazione di cosa si intenda "per conto di terzi, direttamente o indirettamente". Il *Final report* dell'ESMA di febbraio 2015 fa riferimento al solo caso delle gestioni collettive escludendole dall'applicazione dei *closed period*, salvo il caso in cui il gestore non abbia piena discrezionalità¹³. Anche il *Feedback Statement* si esprime nello stesso senso. In questo caso è chiaro che l'utilizzo, da parte del *manager*, di un'interposta persona per l'esecuzione di operazioni, quale potrebbe essere il gestore non dotato di discrezionalità, deve essere sottoposto agli obblighi di *closed period*; diversamente l'interposizione di un altro soggetto potrebbe essere utilizzata per eludere la disciplina. Posto che le casistiche di operazioni effettuate per conto dei soggetti che esercitano funzione di amministrazione, controllo o direzione presso un emittente possono essere numerose e dovrebbero riguardare comunque tutte le operazioni i cui effetti siano riconducibili a tali soggetti, riteniamo che la fattispecie del CEO di un emittente bancario quotato che autorizzi la negoziazione in conto proprio di azioni o obbligazioni (dell'emittente) non rientri in alcun modo tra le operazioni effettuate per conto del soggetto che svolge funzioni di amministrazione, controllo o direzione (CEO) ma si tratti della

¹² Per un commento si veda la [news pubblicata da Assonime](#).

¹³ Cfr. par. 146-147.

normale operatività corrente di un emittente bancario¹⁴; invero la fattispecie sembra attualmente riconducibile alle operazioni effettuate dall'emittente quotato, disciplinate dal Regolamento Emittenti che le esclude totalmente dalla disciplina dell'*internal dealing*¹⁵. Riteniamo che tale esclusione sia da confermare e che pertanto tali operazioni non soggiacciano ai *closed period*, né, ovviamente, agli obblighi di notifica previsti dall'art. 19 MAR¹⁶.

Notifica all'Autorità Competente

La MAR non dispone alcunché in merito alla possibilità che l'emittente, per conto dei PDMRs, notifichi le operazioni dei *manager* all'Autorità Competente, possibilità invece attualmente prevista dal Regolamento Emittenti (art. 152-*octies*).

Riteniamo opportuno che si chiarisse che questa facoltà, non espressamente disciplinata dalla MAR ma al contempo crediamo che non sia incompatibile con essa.

Nelle more, reputiamo che sia legittimo che le società prevedano nelle proprie procedure tale facoltà e di fatto già alcuni emittenti si sono organizzati in questo modo, in linea di continuità con la disciplina previgente.

Definizione di persone strettamente legate

La definizione di persone che svolgono funzioni di amministrazione, controllo e direzione nonché delle persone strettamente legate pone alcune questioni problematiche di maggior dettaglio rispetto a quelle precedentemente illustrate (art. 3, par. 1, n. 26).

¹⁴ Nello stesso senso [Market Abuse Regulation \(EU MAR\) Q&A prepared by City of London Law Society and Law Society Committees' Joint Working Group Parties on Market Abuse, Share Plans and Takeovers Code](#); si veda risposta a Q5. *Is an issuer subject to the MAR closed period? A5. A transaction in relation to its shares or debt instruments by the issuer does not fall within the prohibition or PDMR transactions in Article 19(11), even though it will be the PDMRs (or some of them) that cause the issuer to act. For example, the approval by one or more PDMRs of a buyback by the issuer or an award of shares under an employee share scheme or another issue of shares during a MAR closed period would not fall within the restriction in Article 19(11). However, the transaction could still be market manipulation or (if it had inside information at the time) insider dealing by the issuer— see Q1. Rationale: Article 19(11) EU MAR prohibits PDMRs from conducting any transactions “on its own account or for the account of a third party” during a MAR closed period. However, the actions by a PDMR, acting in his capacity as a director or employee of the issuer, when approving transactions undertaken by the issuer do not amount to conducting a transaction “for the account” of the issuer.* Così anche la Bafin nelle [Q&A del 16 dicembre 2016](#), p. 17, n. 4.

¹⁵ Art. 152-*septies*, comma 3, lett. c) che esclude dall'obbligo di comunicazione “le operazioni effettuate dallo stesso emittente o da società da esso controllate”.

¹⁶ Come esplicitamente afferma la Bafin nelle [Q&A del 16 dicembre 2016](#), p. 5, n. 7

In primo luogo la definizione domanda, in alcuni casi, la determinazione del perimetro dei soggetti al diritto nazionale. Ci riferiamo, per esempio, al caso del *partner* equiparato al coniuge dal diritto nazionale e del figlio a carico ai sensi del diritto nazionale (art. 3, n. 26, lett. a) e b)). La Consob riformula l'art. 152-sexies Regolamento Emittenti richiamando sia l'art. 19, esteso ai soggetti controllanti e a chi detiene una partecipazione superiore al 10% dell'emittente quotato, sia l'art. 114, comma 7, secondo periodo Tuf che prevede l'estensione degli obblighi di comunicazione anche "al coniuge non separato legalmente, dai figli, anche del coniuge a carico, nonché dai genitori, i parenti e gli affini conviventi" di tali soggetti. Rileviamo a tale proposito che la disposizione, peraltro di non immediata lettura per via dei richiami, estende gli obblighi di comunicazione dell'art. 19 MAR anche agli affini, non previsti dalla disciplina comunitaria.

Inoltre si pone la questione di verificare se alcuni soggetti, sottoposti alla disciplina dell'*internal dealing* in forza della previgente regolamentazione, siano tenuti agli obblighi di comunicazione ex art. 19 MAR; ci riferiamo ai componenti degli organi di amministrazione, controllo, direzione, dirigenti di una società controllata rilevante¹⁷. Tali soggetti erano sottoposti alla disciplina dell'*internal dealing* in forza delle previsioni citate; trattandosi di fattispecie tecnicamente non previste dalla disciplina comunitaria riteniamo sia opportuno escludere tali soggetti dagli obblighi di comunicazione. Ci pare che ciò sia confermato dal fatto che l'art. 152-sexies è abrogato nel documento di consultazione. Sarà pertanto legittimo che le società non includano tali soggetti nelle proprie procedure.

Termini di notifica delle operazioni

Il termine per la notifica all'emittente e all'Autorità competente delle operazioni da parte dei PDMRs e delle persone strettamente associate è di 3 giorni lavorativi dopo la data dell'operazione (art. 19, par. 1); lo stesso termine di 3 giorni lavorativi dall'operazione è previsto per la comunicazione al pubblico delle operazioni da parte dell'emittente (art. 19, par. 3). Al fine di consentire il rispetto degli obblighi previsti dalla MAR, gli emittenti potrebbero prevedere, nelle procedure e in via contrattuale, obblighi di comunicazione a carico dei PDMRs anticipati rispetto ai 3 giorni richiesti dalla MAR. Ciò, naturalmente, comporterebbe una compressione delle tempistiche per i PDMRS la cui violazione non avrebbe ovviamente conseguenza sul piano della disciplina legale in quanto la responsabilità della comunicazione al pubblico nei termini indicati grava sulle società. Diverse società, peraltro, si sono già dotate di procedure siffatte.

¹⁷ Cfr. art. 152-sexies, comma 1, lett. c.3 Regolamento Emittenti.

In ogni caso Assonime ha da tempo segnalato che sarebbe necessario esercitare l'opzione prevista dalla MAR stabilendo che sia l'Autorità competente a diffondere al pubblico le informazioni (art. 19, par. 3, comma 3); ciò assicurerebbe la necessaria informativa al mercato senza aggravare ulteriormente gli emittenti e mettendo al riparo questi ultimi da responsabilità per la pubblicazione tardiva delle informazioni al pubblico nel caso in cui i PDMRs comunicino all'emittente così a ridosso del termine di scadenza da non consentire il rispetto delle tempistiche disciplinate dalla MAR.

Inoltre la MAR prevede, quale termine per la notifica delle operazioni dei PDMRs, 3 giorni lavorativi mentre le disposizioni vigenti nel Regolamento Emittenti quello di (5) giorni di mercato aperto. Al fine di avere chiarezza e poter operare all'interno di un calendario noto e comunemente utilizzato dal mercato abbiamo chiesto alla Consob di chiarire, nel documento di esito delle consultazioni, che il termine sia di giorni di mercato aperto o, in alternativa, che il sabato non è un giorno lavorativo, in armonia con il regolamento CEE n. 1182/71 del 3 giugno 1971 che stabilisce le norme applicabili ai periodi di tempo, alle date e ai termini. Nelle more di un eventuale chiarimento sul punto riteniamo che nel computo dei giorni lavorativi, già previsti da diverse procedure, sia da escludere il sabato¹⁸.

Altre questioni in tema di comunicazioni ex art. 19 MAR

Il Regolamento sui *benchmark*¹⁹ esclude dalla notifica delle operazioni le transazioni eseguite dai gestori di un organismo di investimento collettivo, in cui il *manager* ha investito, se il gestore agisce con totale discrezionalità²⁰.

La prima questione che si pone riguarda l'opportunità di chiarire se e quando nella gestione collettiva del risparmio il gestore non abbia la discrezionalità.

La seconda questione che si pone riguarda la tempistica per effettuare la notifica nel caso del servizio di investimento di gestione di portafogli individuale, che comunque il Regolamento delegato (UE) 2016/522 annovera tra le operazioni soggette a notifica. La Consob, nella comunicazione del 2006 aveva previsto che per le operazioni effettuate nell'ambito di un rapporto di gestione su base individuale di portafogli di investimento, nel caso in cui non derivino da istruzioni del cliente, gli obblighi di comunicazione decorressero dal giorno in cui il cliente riceve la comunicazione da

¹⁸ Così anche la Bafin nelle [Q&A del 16 dicembre 2016](#), p. 12, n. 4.

¹⁹ Il Regolamento (EU) 2016/1011 modifica la MAR all'art. 19.

²⁰ Viene così aggiunto un nuovo comma dopo il comma 2 del par. 7 dell'art. 19 della MAR.

parte dell'intermediario delle operazioni stesse²¹ (e quindi non 5 giorni di mercato aperto dall'effettuazione delle operazioni).

A tale ultimo riguardo riteniamo che non essendovi disposizioni ostative nella normativa europea nel caso di specie possa ancora applicarsi quanto prescritto dalla comunicazione Consob del 2006. Pertanto, nelle more di un chiarimento sul punto, riteniamo che le società possano fare affidamento sull'interpretazione fornita dalla comunicazione Consob del 2006.

4. I registri *insiders*: i soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti

La MAR prevede che qualora una persona, che agisce in nome o per conto dell'emittente, si assuma l'incarico di redigere e aggiornare l'elenco di quanti hanno accesso a informazioni privilegiate, l'emittente rimane responsabile del rispetto delle norme sui registri e l'emittente conserva sempre il diritto di accesso all'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate (art. 18, par. 2, comma 2).

Il dubbio che si è posto, e che era stato illustrato all'ESMA in sede di risposta alla consultazione²², in relazione alla previsione indicata è relativo al fatto se la fattispecie prevista dal MAR di "persona, che agisce in nome o per conto dell'emittente", peraltro analoga a quella utilizzata dalla precedente direttiva²³, debba riferirsi:

- esclusivamente al caso del soggetto che, su mandato dell'emittente, rediga e aggiorni il registro per conto dell'emittente medesimo ed in sua vece (per esempio una società del gruppo o una società esterna che fornisca professionalmente questo servizio) o
- se ricopra anche il caso di un soggetto terzo, per esempio un intermediario o un consulente, che, coinvolto in un'operazione straordinaria dell'emittente, ha accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente medesimo.

²¹ Cfr. par. 141.

²² Si veda la risposta di Assonime alla consultazione avviata dall'ESMA nel novembre 2015 ([Consultazioni 3/2014](#), p. 5-6)

²³ Cfr. direttiva 2003/6/CE, art. 6, comma 3, par. 3 che prevedeva che "Gli Stati membri sono tenuti a disporre che gli emittenti o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto istituiscano un registro delle persone che lavorano, in virtù di un contratto di lavoro o altro, e che hanno accesso a informazioni privilegiate. Gli emittenti e le persone che agiscono in loro nome o per loro conto aggiornano regolarmente tale registro e lo trasmettono all'autorità competente ogniqualvolta quest'ultima lo richieda".

Nella situazione (pre)vigente, infatti, i soggetti terzi della seconda categoria sopra indicata dovevano istituire, assumendone la piena responsabilità, un proprio registro delle persone che, al loro interno, avevano accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente. L'emittente era soltanto tenuto ad indicare nel proprio registro il nome del consulente (se persona fisica) o della società di consulenza (se persona giuridica) che istituisce il registro²⁴.

Qualora si ritenesse che la fattispecie prevista dalla MAR copra entrambi i casi indicati²⁵, ciò comporterebbe un'impostazione radicalmente diversa da quella attuale in quanto l'emittente sarebbe responsabile anche della corretta tenuta del registro da parte dei soggetti terzi e richiederebbe un allineamento anche per le collaborazioni in corso con intermediari/consulenti.

La questione, portata all'attenzione della Consob, da ultimo, nella risposta alla consultazione, potrebbe essere risolta nel senso di ritenere che la fattispecie disciplinata dall'art. 18, par. 2 sia riferita al solo caso del soggetto che su mandato dell'emittente istituisce il registro dell'emittente medesimo e ritenere ancora applicabile al caso dei soggetti terzi che agiscono in nome o per conto degli emittenti (tipicamente per esempio consulenti o intermediari) l'impostazione secondo la quale tali soggetti hanno la piena responsabilità dei registri da essi predisposti.

Ci risulta che la medesima questione si sia posta anche in Francia e in Germania e l'impostazione seguita sia quella per cui l'art. 18.2 del MAR si applichi al solo caso soggetto che, su mandato dell'emittente, rediga e aggiorni il registro per conto dell'emittente medesimo ed in sua vece (per esempio una società specializzata IT) e

²⁴ Così in Italia, Francia e Germania (si vedano la comunicazione Consob n. 6027054 del 28 marzo 2006, par. 103, la posizione dell'AMF n. 2006- 11 e le *Bafin Issuer Guidelines*). Nella comunicazione Consob affermava: "In relazione ai soggetti che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esse si rileva che i primi hanno la piena responsabilità dei registri da essi predisposti. L'emittente o il soggetto in rapporto di controllo sono tenuti ad indicare nei propri registri il nome del consulente, se persona fisica ovvero della società di consulenza unendo, in tale caso, il nominativo di un diretto responsabile dell'attività prestata dalla stessa società di consulenza. I soggetti che agiscono nel loro nome o per il loro conto devono predisporre un registro contenente tutte le informazioni richieste dall'art. 152-bis del RE" (cfr. par. 103).

²⁵ Come pare indicare l'ESMA (Cfr. ESMA, *Draft Consultation Paper*, 15 luglio 2014, n. 208, par. 303 nel momento in cui afferma che è l'emittente a fornire all'Autorità Competente o la lista consolidata (sua e della terza parte) o due liste separate (sua e della terza parte)). Nel documento di *feedback* della consultazione l'ESMA, in relazione ai commenti ricevuti sul tema delle terze parti e delle connesse responsabilità, afferma l'impossibilità di fornire una risposta in quanto materia non inclusa nella delega all'ESMA e afferente una questione di livello I (p. 178-179 del *Final Report* del 28 settembre 2015/ESMA/2015/1455).

non anche al caso del consulente²⁶; l'emittente è soltanto tenuto ad indicare nel proprio registro il nome del consulente (se persona fisica) o della società di consulenza (se persona giuridica) che istituisce il registro. Anche in UK pare che i consulenti continuino a mantenere un proprio registro²⁷.

Nelle more che venga fornito un esplicito chiarimento sul punto, che ci auspichiamo confermi questa interpretazione, riteniamo che sia legittimo che, nel caso di soggetti terzi che agiscano in nome e per conto dell'emittente in qualità di consulenti, gli emittenti continuino ad indicare, se persona giuridica, il nome della persona giuridica e il nominativo di riferimento all'interno della persona giuridica o la persona fisica in caso si tratti di una persona fisica e che questi ultimi mantengano responsabilità sui propri registri. Resta fermo che nel caso di soggetti che, su mandato dell'emittente, redigano e aggiornino il registro per conto dell'emittente medesimo ed in sua vece, la responsabilità gravi invece sull'emittente stesso.

²⁶ Per la Francia si veda il [documento di consultazione dell'AMF dell'aprile 2016](#), seconda parte, p. 38 e per la Germania si vedano le [Q&A](#) di BaFin, 3-5.

²⁷ Cfr. Clifford Chance, Briefing Note, The market Abuse Regime six months on, Febbraio 2017. In una precedente Briefing Note, Clifford Chance affermava: "*Despite the FCA's proposals to delete those provisions in the DTRs that allow issuers to make arrangements with their advisers for those advisers to maintain a list of persons working for them with access to inside information about the issuer (rather than require the issuer to maintain such information itself), it is understood that the FCA will still permit this practice to continue*" (cfr. Clifford Chance, [Planning for implementation of the Market Abuse Regulation on 3 July 2016](#), Gennaio 2016).