Senato della Repubblica

VI Commissione Finanze e Tesoro

Ufficio di Presidenza

Audizione informale in relazione all'esame degli atti comunitari nn. COM(2011) 651 COM(2011) 654 sugli abusi di mercato

Carmine Di Noia[1]

Roma, 13 giugno 2012

[1] *Rapporteur* sul *market abuse* dell'ESME (European Securities Market Expert Group) presso la Commissione Europea, componente dello Stakeholder Group dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) e Vice Direttore Generale, ASSONIME.

É un grande onore per me essere qui per presentare alcune considerazioni sulla revisione della disciplina europea in materia di abusi di mercato (*insider trading* e manipolazione del mercato).

La scelta della VI Commissione di formulare osservazioni al Parlamento Europeo assume fondamentale importanza in quanto la progressiva centralizzazione dei poteri in materia di regolamentazione primaria, in capo a Commissione Europea, Consiglio e Parlamento, e secondaria, in capo alle nuove agenzie europee, rende necessaria una sempre maggiore presenza delle istituzioni nazionali, politiche e tecniche, nelle fasi di negoziazione dei testi. Una volta che questi sono approvati, è poi troppo tardi per rappresentare problematiche anche rilevanti: il rischio è anzi quello, nel caso di direttive, di recepire le discipline con modifiche che danneggiano l'industria nazionale e ostacolano l'integrazione.

L'audizione odierna è l'occasione per commentare alcuni dei temi contenuti nel "pacchetto" legislativo proposto dalla Commissione europea e composto di due documenti: un regolamento (COM (2011) 651), che sostituirà sostanzialmente l'esistente direttiva sugli abusi di mercato (2003/6) e, probabilmente, le misure di livello 2; e una nuova direttiva (COM (2011) 654) che disciplina le sanzioni penali.

Il Consiglio sta discutendo dialetticamente e sta faticosamente raggiungendo un compromesso sulla proposta di regolamento, ma non sulla direttiva.

In Parlamento Europeo, sono stati depositati gli emendamenti, spesso migliorativi, alle proposte: il voto in Commissione giuridica (JURI)[2] è previsto per il 18 e 19 giugno, quello in Commissione per gli affari economici e monetati (ECON)[3] il 9 luglio e in seduta plenaria il 22 ottobre.

---

[2] Gli emendamenti sulla proposta di Regolamento che saranno sottoposti al voto in JURI sono:

- emendamenti 1-21

http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/juri/pa/897/897946/897946it.pdf

- emendamenti 22-54:

http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bCOMPARL%2bPE-489.434%2b01%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fIT

[3] Gli emendamenti che saranno sottoposti al voto in ECON sono:

- emendamenti 1-59

http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bCOMPARL%2bPE-485.914%2b01%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fIT

- emendamenti 60-331

Introduzione

Le regole in materia di abusi di mercato sono essenziali per assicurare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori, e assicurare alle imprese meritevoli di finanziarsi sul mercato e di contribuire alla crescita dell'economia, anche incrementando l'occupazione.

Ma un sistema di regole rappresenta solo una condizione necessaria ma non sufficiente.

Da un lato, le regole devono essere tecnicamente ben disegnate, proporzionate, e chiare, evitando incertezze interpretative, soprattutto in quanto da esse possono derivare sanzioni penali. Dall'altro, la regolamentazione deve essere supportata da un'adeguata attività di vigilanza: troppo spesso, di fronte a macroscopiche violazioni di regole in essere (che quindi esistevano, essendo state violate), si cambia frettolosamente la disciplina invece che intervenire sul sistema di *enforcement* e su coloro che avrebbero dovuto fare rispettare tali regole: in tal modo si penalizza chi rispetta le regole e si aumentano i costi del sistema.

Peraltro, in mercati integrati, gli abusi dovrebbero essere regolati in modo armonizzato dagli Stati Membri: l'uso del Regolamento, che è direttamente applicabile negli Stati membri, appare quindi appropriato per evitare recepimenti delle direttive spesso forieri di incertezze applicative, soprattutto verso investitori *cross-border*.

Certamente, la reazione di alcuni importanti Stati Membri che, sfruttando le opzioni offerte dal Trattato, hanno dichiarato che non faranno *opt-in* della Direttiva o che la materia sembra violare il principio di sussidiarietà, non incoraggiano gli altri Paesi a perseguire con vigore la strada dell'integrazione. Vi è da chiedersi quale sia a questo punto l'utilità di una direttiva separata.

In ogni caso è comunque necessaria una cooperazione tra le Autorità degli Stati Membri e una *expertise* comune, ciò che non è sempre necessariamente accaduto.

L'attuale struttura regolamentare in materia di abusi di mercato è stata recepita in maniera alquanto differenziata nei vari paesi europei, nonostante l'articolazione in misure di Livello 1, 2 e 3 del cd. approccio Lamfalussy. Questo effetto non è certo quello desiderabile in mercati finanziari (che cercano di essere) sempre più integrati, anche se ha consentito a

---

http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bCOMPARL%2bPE-489.421%2b01%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fIT

- emendamenti 332-401

http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bCOMPARL%2bPE-489.467%2b01%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fIT

molti Stati Membri e, soprattutto, alle loro autorità di vigilanza, di superare e gestire alcuni errori tecnici molto rilevanti della direttiva 2003/6 (di seguito anche MAD).

Concentrerò i miei commenti sui temi della definizione di informazione privilegiata, la pubblicazione delle informazioni da parte delle società quotate e delle PMI. Molte delle proposte che presenterò erano già contenute nel rapporto che l'ESME pubblicò nel 2007[4].

1. L'evoluzione della nozione di informazione privilegiata

Nel 2003, la direttiva sugli abusi di mercato, oltre a disciplinare in modo più compiuto l'*insider trading* (già oggetto di una direttiva europea *ad hoc*, la 89/592, recepita in Italia con la legge sull'*insider trading* n. 157/1991), introdusse regole in materia di manipolazione del mercato (fattispecie già disciplinata in Italia anche prima del 1991 nel Codice Civile e poi con la citata legge 157/1991, confluita nel Testo Unico della Finanza, di seguito anche "Tuf"). Durante l'*iter* di approvazione della proposta furono però introdotte le regole in materia di obblighi di pubblicazione dei fatti rilevanti da parte delle società quotate, che dovevano originariamente confluire nell'allora progetto di direttiva unica in materia di trasparenza delle società quotate (informazione contabile, continua (cd. *price sensitive*), partecipazioni rilevanti).

Fino al 2003, la nozione di informazione privilegiata (da non "abusare" per non commettere *insider trading*) era chiara[5] e distinta da quella di "fatto rilevante"[6] che l'emittente deve comunicare al mercato, frutto della consolidata definizione contenuta nell'ordinamento comunitario da oltre un ventennio[7]: un fatto rilevante segue necessariamente un'informazione privilegiata ma non tutte le informazioni privilegiate si evolvono in un fatto

[4] European Securities Markets Expert Group: "Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States" a http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf. Si veda anche N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2008, J. L. Hansen e D. Moalem, *The MAD Disclosure Regime And the Two-Fold Notion of Inside Information – The Available Solution*, *Capital Markets Law Journal*, 2009, 323 e C. Di Noia e M. Gargantini, *The Market abuse directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, in "Rivista delle società", 4/2009.

[5] Per informazione privilegiata si intende un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo (art. 180 comma 3 del Testo Unico della Finanza vigente nel 2003).

[6] Gli emittenti quotati (…) informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari (art. 114, comma 1 del Tuf vigente nel 2003).

[7] La società deve informare il pubblico quanto prima dei fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività che non sono di dominio pubblico, ma che possono, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria o sull'andamento generale degli affari della società, provocare un'importante variazione del corso delle sue azioni (Direttiva 79/279, Schema C, n. 5) poi confluita nella direttiva 2001/34.

rilevante[8]. In tal modo si manteneva un rigido apparato sanzionatorio sull'*insider trading* ma si evitava di inondare il mercato di notizie molto incerte, al limite della manipolazione informativa, e che avrebbero potuto solo favorire i concorrenti, disincentivando l'accesso al mercato.

L'accelerazione che ebbe l'approvazione della MAD, anche per effetto dei tragici eventi dell'11 settembre 2001, portò ad inserire le regole sulla pubblicazione delle notizie rilevanti (insieme alle regole in materia di registri degli *insider* e di trasparenza delle negoziazioni di titoli quotati da parte di componenti di organi di amministrazione e controllo delle stesse società emittenti i titoli) nella MAD. In particolare, la disciplina pone la nozione di "informazione privilegiata" all'origine tanto del divieto di abuso quanto dell'obbligo di comunicazione al mercato.

Questa coincidenza di nozioni ha generato molta incertezza legale, anche perché gli abusi di mercato erano in molti Stati Membri, inclusa l'Italia, la base anche per sanzioni penali. È vero che la direttiva 2003/6 prevedeva (art. 6, comma 3) che l'emittente potesse, assumendosene il *rischio*, ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate al fine di evitare di pregiudicare i suoi *legittimi interessi*, ma solo a condizione che tale omissione non fosse tale da "fuorviare" il pubblico e che l'emittente fosse in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni stesse.

Le condizioni per il ritardo nella comunicazione, che nelle intenzioni della Commissione europea sarebbe stato la regola, ne hanno invece limitato il ricorso. Ad onor del vero, va detto che solo dall'Italia arrivarono suggerimenti (in particolare dall'Assonime e poi dalla Consob e dal Ministero del Tesoro) per segnalare l'errore di impostazione: ma l'appello rimase inascoltato. Per risolvere questa incertezza, nei fatti, gli Stati Membri semplicemente non hanno applicato la Direttiva o l'hanno "aggirata" con *guidelines* delle autorità amministrative di vigilanza, che sono risultate utili nei rapporti tra emittenti e autorità stesse ma di incerto valore nei rapporti con il giudice penale.

Dopo dieci anni, la proposta di regolamento comunitario ha il merito di riconoscere che è necessaria una differenza tra la nozione di informazione privilegiata da non "abusare" e quella da comunicare al mercato.

[8] Per esemplificare la differenza si può ricorrere ad un esempio: un'importante acquisizione (fatto rilevante) deve essere annunciate al mercato ed è preceduta da trattative (informazione privilegiata), la cui informazione non può essere "abusata" dagli insider per negoziare i titoli; allo stesso tempo non tutte le trattative (informazione privilegiata) sfociano in un'acquisizione da comunicare al mercato (fatto rilevante).

Ma lo fa nel modo sbagliato! Invece di chiarire le circostanze nelle quali le società quotate devono comunicare i fatti rilevanti, e quando possono ritardare la comunicazione, allarga la nozione di informazione che non può essere abusata, introducendo un nuovo articolo 6 § 1 lett. e), rilevante per i soli abusi[9].

Questa novità, mai posta in consultazione dalla Commissione europea, introduce una nuova ulteriore definizione di informazione privilegiata che manca di due pietre miliari della nozione di informazione privilegiata come conosciuta finora: il carattere della "precisione" e la *price-sensitivity* (l'impatto potenziale sui prezzi).

Questa definizione, molto generica, è la base anche di sanzioni penali che dovrebbero invece essere definite in modo molto tassativo, non essere lasciate alla discrezionalità della magistratura e, soprattutto, far comprendere alla persona, fisica o giuridica che sia, se sta commettendo un abuso oppure no.

In quest'ottica ci inoltre sembrano particolarmente problematici gli emendamenti 29, 30, 31, 32 presentati in JURI, che mirano a eliminare la nozione di "precisione" dalla definizione di informazione privilegiata, e l'emendamento 48, che suggerisce di applicare la definizione dell'articolo 6 § 1 lett. e) anche agli obblighi di *disclosure*.

La mancanza di certezza e l'estensione delle sanzioni penali, operata in tutta Europa con la proposta di direttiva, potrebbero paralizzare il mercato, indurre gli intermediari a limitare sensibilmente le loro negoziazioni e ridurre la liquidità sul mercato. Potrebbe anche essere ridotta la possibilità per le imprese di effettuare acquisti di azioni proprie e di utilizzare schemi di remunerazioni variabili inducendo a compensi fissi, da corrispondere integralmente anche in assenza di risultati positivi, in antitesi con le istanze europee in materia di remunerazione[10].

Due cambiamenti sono necessari.

In primo luogo, il nuovo art. 6.1.(e) deve essere eliminato. In questo senso sembrano orientarsi il Consiglio e molti emendamenti presentati in ECON (si vedano gli identici emendamenti 169, 170, 171, 172, che potrebbero pertanto essere supportati).

[9] Sono considerate informazioni privilegiate anche le informazioni che non rientrano nelle definizioni precedenti dell'art. 6 e "che non sono in genere disponibili al pubblico ma che, se fossero disponibili per un investitore ragionevole, che opera regolarmente sul mercato nello strumento finanziario o nel contratto a pronti su merci collegato, sarebbero considerate da quest'ultimo rilevanti nel decidere le condizioni alle quali effettuare operazioni".

[10] Anche perché per gli amministratori sarebbe impossibile utilizzare *stock options* o perfino vendere le azioni eventualmente corrisposte come compenso.

In secondo luogo gli obblighi di *disclosure* delle società quotate dovrebbero essere riferiti alla diversa definizione comunitaria del "fatto rilevante" (in questo senso, si veda l'emendamento 276 che dovrebbe pertanto essere supportato).

In alternativa, mantenendo la nozione informazione privilegiata per entrambe le fattispecie (insider e obblighi di disclosure), si dovrebbe riferire la "precisione" degli obblighi di comunicazione al pubblico da parte delle società quotate alle sole informazioni privilegiate riferite "a un complesso di circostanze esistente o ad un evento verificatosi" (similmente a quanto oggi solo prefigurato dall'art. 2(2) della direttiva 123/2004 di livello 2 e, in parte dalla Consob nell'art. 66, comma 1, RE).

In subordine, si dovrebbe eliminare la condizione di "non essere tale da fuorviare il pubblico" per consentire alla società di comunicare al mercato le informazioni solo quando abbiano raggiunto un sufficiente grado di certezza, anche per evitare fenomeni di manipolazione informativa[11].

2. Informazione privilegiata, offerte pubbliche di acquisto e acquisto di azioni proprie

La proposta di Regolamento elimina, senza alcuna consultazione da parte della Commissione europea, i considerando 29 e 30 contenuti nella MAD[12].

Il considerando 29 forniva una protezione alle operazioni di fusione e acquisizione escludendo che la comunicazione di informazioni privilegiate dalla società potenzialmente acquisita al potenziale acquirente rappresentasse una rottura della confidenzialità tale da rendere necessari obblighi di pubblicità di tutte quelle informazioni. Il considerando 30, che è stato ritenuto applicabile alle opa dalla Corte di Giustizia Europea[13], esclude che l'offerente

[11] Sembra necessaria anche una maggiore cautela su altri aspetti della proposta di regolamento in materia di ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate relativamente a società quotate bancarie o finanziarie per evitare asimmetrie informative tra emittenti di settori diversi e azionisti che hanno investito in società appartenenti a settori diversi.

[12] Il considerando 29 recitava che "L'accesso a informazioni privilegiate relative a un'altra società e l'utilizzazione di queste nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, ai fini di ottenere il controllo di detta società o di proporre una fusione con essa, non dovrebbe essere considerato in sé un abuso di informazioni privilegiate.". Il 30 stabiliva che: "Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata".

[13] Case C-45/08, Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), O.J. C 51 of 27 February 2010 (at 6) (see § 60 of the decision).

debba rivelare al mercato l'intenzione di lanciare un offerta non appena si forma[14]. Se così non fosse, nessuna opa avverrebbe più, visto che non appena l'intenzione di lanciare un'offerta fosse disseminata il prezzo della società target si aggiusterebbe immediatamente, rendendo impossibile l'offerta. La combinazione dei considerando 29 e 30 esclude quindi che l'informazione concernente l'intenzione di lanciare un'opa configuri necessariamente un'informazione privilegiata.

Entrambi i riferimenti dovrebbero essere reintrodotti, non solo nella parte introduttiva del Regolamento ma anche nell'articolato, possibilmente nell'art. 3. In questo senso, si vedano gli emendamenti 69 (idem 70) ,78 (idem 79),139 e 140 presentati in ECON che dovrebbero essere supportati.

3. Il trattamento dei *rumours* e la definizione di manipolazione di mercato

Gli emittenti fronteggiano in genere, casi che riguardano informazioni che possono essere classificate con chiarezza come "informazioni privilegiate da pubblicare", anche perché le decisioni devono essere prese in tempo reale.

In alcuni casi però, prima che (l'emittente realizzi che) un obbligo di *disclosure* emerga, *rumours*[15] circolano nel mercato, talvolta causando improvvise variazioni dei prezzi e/o delle quantità trattate relativamente ad alcuni titoli.

Non esistono regole europee in materia, né nella vigente disciplina, né in quella proposta, su come si debbano comportare gli emittenti in presenza di *rumours* che li riguardano[16]. Gli Stati Membri adottano diversi approcci: in alcuni paesi vi è la possibilità del "*no comment*"; in altri, come l'Italia fino a qualche giorno fa, vi era l'obbligo per l'emittente di commentare solo se il *rumours* creava movimenti anomali nei prezzi[17]; in altri ancora vi è l'obbligo di commento.

---

[14] Cfr. N. Moloney, nota 5, pp. 959-960.

[15] I *rumours* danneggiano la fiducia nel mercato e aumentano la volatilità, a prescindere che siano veri o falsi.

[16] Il terzo set di *guidance*, non vincolanti, di livello 3 del CESR, stabiliva che se il *rumour* si riferiva ad un'informazione vera, allora l'emittente doveva commentarlo perché la circolazione del rumour implicava per ciò stesso un *leak* dell'informazione e quindi presumibilmente una rottura degli obblighi di confidenzialità (p. 9). Al contrario, in generale (ed esclusi i casi in cui vi sia un'esplicita richiesta di commento da parte delle autorità di vigilanza, l'emittente non dovrebbe commentare i *rumours* che non hanno fondamento. Il vero problema riguarda però i casi intermedi: il rumor è vero ma nono si riferisce ad un'informazione che ha raggiunto lo stadio tecnico di un'informazione privilegiata ma è piuttosto un'informazione ancora confidenziale o a una circostanza (non "un complesso di circostanze).

[17] La Consob, con la delibera n. 18214 del 9 maggio 2012 e nell'ambito dei lavori di semplificazione normativa, ha abrogato la disposizione contenuta all'art. 66, comma 4, Regolamento Emittenti, che prevedeva tale obbligo di comunicazione, valutandolo come un esempio di *gold plating*. Nel documento di consultazione della Consob

L'incertezza aumenta, soprattutto perché l'obbligo di commentare in modo immediato può portare a diffondere sul mercato informazioni incomplete da parte degli emittenti, che potrebbero essere giudicate ingannevoli (e quindi portare alla manipolazione). Infatti, fornire "segnali fuorvianti" può essere considerata una violazione anche di carattere penale: il paradosso è che per l'emittente è meglio non comunicare affatto l'informazione al mercato piuttosto che rischiare di rivelare informazioni fuorvianti: l'effetto netto delle nuove proposte potrebbe addirittura essere quello di ridurre l'ammontare di informazioni dato agli investitori.

Visto che le società quotate sono negoziate su molte piattaforme europee (borse e sistemi multilaterali) ove sono applicabili le regole di manipolazione, una disciplina europea in materia di *rumours* sarebbe auspicabile.

Le società quotate dovrebbero essere obbligate a commentare *rumours* solo in presenza di due condizioni: i) il *rumour* è vero e ii) vi sono movimenti anomali di prezzi o quantità. Negli altri casi dovrebbero essere consentite politiche di *no comment*. In questo senso si vedano gli emendamenti 155 e 278 presentati in ECON che pertanto dovrebbero essere supportati.

4. Le operazioni delle persone rilevanti

Per quanto riguarda le operazioni effettuate sui titoli di una società quotata da parte di soggetti rilevanti (il cd. *internal dealing*), la proposta della Commissione eleva la soglia a 20.000 euro l'anno, rispetto ai 5.000 vigenti. In questo modo sarà ridotto l'afflusso al mercato di operazioni di scarso valore segnaletico. In Consiglio e in Parlamento vi sono visioni alquanto eterogenee che oscillano tra eliminare la soglia ed aumentarla ulteriormente (fino a 50.000 euro). Fermo restando che si tratta di transazioni lecite (se fossero effettuate in possesso di informazioni privilegiate scatterebbe la disciplina dell'*insider trading*) pare opportune supportare la proposta della Commissione europea.

Dovrebbe comunque essere chiarito che ogni volta che il limite è raggiunto, il nuovo calcolo della soglia dovrebbe ripartire da zero, come stabilito dalla Consob (art. 152-septies, comma 3*a)*), per evitare comunicazioni insignificanti. In questo senso, si vedano gli emendamenti 319 (idem 321) presentati in ECON che dovrebbero essere pertanto supportati.

---

del 22 marzo 2012, si afferma che la "Consob valuterà, caso per caso, la corretta applicazione della disciplina vigente, eventualmente chiedendo la diffusione di informazioni al pubblico ove sussista il rischio che il pubblico sia indotto in errore su fatti e circostanze rilevanti" (si veda il, par. 4.1, p. 5).

In generale, il sistema migliore di *disclosure* sarebbe quello di fornire tutte le informazioni alle autorità di vigilanza che potrebbero poi decidere una eventuale soglia anche più alta cui dare trasparenza al mercato. In questo modo le informazioni sarebbero centralizzate[18]. In questo senso, si vedano gli emendamenti 310 e 312 presentati in ECON che potrebbero essere supportati.

La proposta della Commissione ha più che dimezzato i termini di comunicazione (da 5 a 2 giorni). Il Consiglio in realtà sembra riferire il termine alla società emittente che dovrebbe ricevere le informazioni dai soggetti rilevanti: questo sistema appare il migliore anche perché non si vede come una persona fisica possa fare comunicati al mercato che devono essere inviati attraverso canali telematici cui non accede[19].

L'accorciamento dei termini può però creare difficoltà, in particolare, sia nel caso in cui il dovere di comunicazione al pubblico delle "persone rilevanti" riguardi anche le transazioni fatte da quelle "strettamente legate" che dovrebbero prima notificarlo ai primi, sia perché in molti casi sono gli emittenti a effettuare la notifica per conto dei *manager*. Sarebbe allora opportuno che il termine fosse mantenuto a cinque e al massimo ridotto a tre giorni di mercato aperto e riferito alla comunicazione da parte della persona rilevante (e di quelle strettamente legate) all'emittente, e poi imporre all'emittente di comunicarlo al mercato (o eventualmente all'autorità di vigilanza) entro un giorno di mercato aperto dall'avvenuta ricezione.

L'armonizzazione massima nel campo è comunque necessaria, lasciando eventualmente all'ESMA il compito di disciplinare casi residuali e di rivedere le soglie al rialzo.

5. Le liste di *insider*

[18] Un approccio simile è stato preso nella disciplina europea sullo *short selling* e cds.

[19] In Italia, i soggetti rilevanti comunicano alla Consob e all'emittente le loro operazioni e quelle dei soggetti strettamente legati entro cinque giorni di mercato aperto e l'emittente effettua la comunicazione al mercato entro il giorno successivo alla ricezione; l'emittente può anche effettuare direttamente la comunicazione per conto dei soggetti e, in pratica così avviene.

Per effetto della disciplina contenuta nella direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE), tali informazioni sono considerate "informazioni regolamentate" e, come tali, soggette a un regime particolare di diffusione, deposito e stoccaggio.

Per quanto riguarda le liste degli *insiders*, la loro utilità è stata messa in discussione, quanto meno con riferimento alle società quotate; più utili sembrano per i soggetti esterni come consulenti, banche d'affari, studi legali[20].

Peraltro l'eventuale estensione della nozione di informazione privilegiata potrebbe condurre a rilevanti costi di *compliance*.

La Commissione aveva riflettuto sulla possibilità di alleviare i requisiti per tutti gli emittenti. La proposta contempla solo una semplificazione per le società quotate sui mercati ad alto potenziale di crescita. La semplificazione potrebbe invece essere estesa a tutti. In questo senso, si vedano gli emendamenti 106 e 305 che potrebbero pertanto essere supportati.

6. L'estensione degli obblighi di *disclosure* alle società quotate solo sugli MTF

La proposta estende la disciplina degli abusi di mercato e degli obblighi di comunicazione anche agli emittenti quotati solo sugli MTF, cioè sui mercati alternativi dove in genere si negoziano titoli di PMI.

Mentre l'estensione delle regole in materia di *insider trading* e di manipolazione del mercato appare condivisibile, quella sugli obblighi di comunicazione appare problematica. Infatti, anche alla luce del tessuto produttivo di ciascun paese, dovrebbe essere lasciata agli Stati Membri o agli stessi mercati la possibilità di differenziare gli obblighi di comunicazione tra emittenti quotati su mercati regolamentati e chi è negoziato su piattaforme che nascono con lo scopo proprio di avvicinare piccole realtà alla cultura del mercato. Spesso in queste piattaforme, tipicamente chiuse al mercato *retail*, si raccolgono somme di capitali equivalenti a un prestito bancario: non ne possono derivare oneri permanenti pari a quella di società che capitalizzano miliardi di euro. Anche le altre semplificazioni identificate nella MAD e nella MIFID non appaiono rilevanti.

Le piccole imprese scelgono di essere negoziate su domanda sugli MTF (come il MAC in Italia[21], ora confluito nell'AIM), perché costi e benefici sono ridotti, in una sorta di

[20] In Italia l'obbligo di tenuta dei registri *insiders* è stato imposto, non solo alle società quotate, ma anche alle società in rapporto di controllo con esse (art. 115-*bis* Tuf); un recente schema di decreto legislativo posto in consultazione dal Ministero dell'economia e delle finanze ha previsto, opportunamente, l'abrogazione dell'obbligo quantomeno alle società controllanti.

[21] In Italia il d. lgs. n. 101/2009 ha esteso agli emittenti negli MTF la disciplina informativa e quella sugli abusi di mercato. Per quanto concerne la prima, è stata delegata la Consob ad emanare un regolamento per definire le caratteristiche degli MTF cui si applicano gli obblighi informativi. Il regolamento, non ancora emanato, dovrebbe limitare gli obblighi informativi ad alcuni MTF di *listing*.

acclimatamento al mercato principale. Gli intermediari e gli investitori sono consapevoli che i requisiti di trasparenza e la liquidità sono inferiori e si comportano di conseguenza[22].

Mentre è possibile estendere le regole sugli abusi di mercato, imporre in un regolamento europeo le stesse regole di trasparenza vigenti per le società quotate limiterebbe la possibilità per le PMI di raccogliere capitali. Una possibile estensione dovrebbe essere lasciata alla discrezionalità degli Stati Membri (in questo senso, si veda l'emendamento 290 depositato in ECON che dovrebbe essere supportato) o alle stesse società di gestione delle piattaforme. Questo sarebbe ancora più semplice se ci fosse una differente nozione di informazione privilegiata per le due fattispecie.

7. Le pratiche di mercato ammesse

La proposta di Regolamento elimina la possibilità per le Autorità competenti di vedersi riconosciute alcune prassi di mercato e consente una proroga di quelle attualmente in essere di soli 12 mesi.

La rimozione delle prassi, implicherà la perdita dei benefici di poter operare in completa trasparenza verso il mercato e con una presunzione di non effettuare manipolazione (almeno da un punto di vista amministrativo[23]). Molti Stati Membri, tra cui l'Italia, hanno

[22] Per avviare un intervento di semplificazione dei requisiti organizzativi e delle regole di trasparenza appare opportuna una riflessione più generale sul ruolo e sulla struttura dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). In luogo di mercati regolamentati soggetti a obblighi ulteriori rispetto a quelli comunitari e di MTF cui nei fatti si sono estesi gli obblighi gravanti sugli emittenti quotati, uno scenario organizzativo più semplice e attraente, nonché compatibile con il complesso delle norme comunitarie, potrebbe essere quello di un sistema di mercati *equity* a tre livelli:

i. un mercato regolamentato "base" per tutte le quotate, con obblighi in linea con le direttive comunitarie, quindi semplificati rispetto all'attuale disciplina;

ii. un mercato regolamentato di eccellenza, Star o Premium, ad adesione volontaria da parte di tutte le società che lo desiderino, caratterizzato da una disciplina più rigorosa, anche in tema di *governance* (ad esempio, maggioranza di indipendenti nei consigli di amministrazione, disciplina rigorosa delle operazioni con parti correlate, flottante elevato, tempistica abbreviata per la presentazione dei documenti contabili) e regole più stringenti di quelle contenute nelle direttive comunitarie;

iii. un MTF sul quale si negozino titoli di imprese non quotate sul mercato regolamentato, non accessibili a investitori *retail*, aperto solo a investitori professionali (istituzionali e *private equity*), con requisiti solo di trasparenza, l'eventuale presenza di un NOMAD e di uno *specialist* che dia spessore al mercato. La disciplina base dovrebbe essere contenuta nei regolamenti degli MTF senza ingerenze da parte del legislatore/regolatore.

La soluzione proposta affronta il tema delle PMI quotate senza creare uno speciale segmento di quotazione: un approccio al quale restiamo contrari, anche per le difficoltà di identificare una nozione unica di PMI a livello europeo.

[23] Così prevede l'art. 187-*ter*, comma 4 Tuf.

riconosciuto prassi molto utili per gli intermediari, per gli emittenti, per il mercato intero.[24] Le prassi riconosciute nei diversi Stati Membri sono anche molto convergenti.

Sarebbe allora opportuno mantenere le prassi oggi esistenti, e consentire la possibilità di averne anche di nuove, per tutte le società quotate (e non solo per le PMI, come appare da alcune versioni del Consiglio), rafforzando casomai il ruolo dell'ESMA per risolvere soprattutto i problemi esistenti in caso di titoli quotati su più di un mercato[25]. Appaiono abbastanza condivisibili gli emendamenti 146 (idem 147, 148) presentati in ECON. Questi emendamenti introducono un articolo 4 bis che disciplina le prassi di mercato ammesse.

[24] Sul sito dell'ESMA vi sono 10 pratiche di mercato ammesse. In Italia la Consob ha ad oggi riconosciuto due prassi di mercato ammesse; la prima è la cd. attività di "*liquidity*" *providing* in virtù della quale un intermediario incaricato dall'emittente fa acquisti e vendite, per un tempo prestabilito, per sostenere la liquidità degli strumenti finanziari. La seconda (cd. "magazzino titoli") consente all'emittente di acquistare proprie azioni come corrispettivo per future operazioni straordinarie (si veda la delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009).

[25] Come affermato dalla Commissione nell'*Impact Assessment* (option 5.5.2, p. 175).