

10 ottobre 2024

Le principali novità introdotte dal cd. Listing Act Package in materia di abusi di mercato e *disclosure* di informazioni privilegiate

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Principali novità in materia di abuso di informazioni privilegiate – 2.1 Tappe intermedie di un processo prolungato – 2.2 Disciplina del ritardo nella disclosure di informazioni privilegiate – 2.3 Disciplina del cd. market sounding – 2.4 Disciplina del cd. registro insider – 2.5 Disciplina del cd. internal dealing – 2.6 Nozione di informazione privilegiata – 2.7 Sanzioni pecuniarie

1. **PREMESSA**

In data 8 ottobre 2024, il Consiglio dell'Unione Europea ha approvato, nel medesimo testo già approvato dal Parlamento Europeo lo scorso 16 settembre 2024, un pacchetto di atti legislativi (il "**Listing Act Package**"), tra cui la proposta di regolamento che modifica il Regolamento UE 2017/1129 (cd. Regolamento Prospetto), il Regolamento (UE) 2014/596 (cd. Regolamento MAR) e il Regolamento (UE) 600/2014 (cd. Regolamento sui mercati finanziari) (il "**Regolamento Listing Act**").

Le disposizioni del Regolamento Listing Act entreranno in vigore a partire dal ventesimo giorno successivo alla data di pubblicazione del relativo testo sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, ad eccezione di alcune previsioni la cui applicazione avrà luogo decorsi 15 o 18 mesi, a seconda dei casi, dalla data di entrata in vigore del Regolamento Listing Act medesimo.

La presente *newsletter* intende soffermarsi sulle novità più rilevanti del Regolamento Listing Act che modificheranno la disciplina del Regolamento MAR.

2. **PRINCIPALI MODIFICHE APPORTATE AL REGOLAMENTO MAR**

2.1 **Tappe intermedie di un processo prolungato**

Il Regolamento Listing Act interviene su uno dei più rilevanti profili degli obblighi informativi degli emittenti in materia di informazioni privilegiate, ossia gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 17, paragrafo 1, del Regolamento MAR relativi alle tappe intermedie di operazioni o eventi caratterizzati da processi prolungati.

Occorre preliminarmente ricordare che, ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento MAR, anche le tappe intermedie di un processo prolungato sono qualificabili come "*informazioni privilegiate*" ove rispondenti ai criteri previsti da tale articolo.

Prima delle modifiche introdotte del Regolamento Listing Act, il verificarsi di tappe intermedie di un processo prolungato aventi i requisiti di informazione privilegiata comportava un obbligo di *disclosure* per l'emittente.

In particolare, per evitare gli effetti potenzialmente distorsivi per il mercato di un'anticipazione del momento comunicativo¹, il Regolamento Listing Act ha previsto che tale obbligo non si applichi più alle informazioni privilegiate relative a tali tappe intermedie, se collegate alla successiva concretizzazione ovvero verificarsi di particolari circostanze o di un particolare evento. **Il relativo obbligo di comunicazione viene così circoscritto**

¹ Si veda il Considerando (67), Regolamento Listing Act, ai sensi del quale "[s]e le informazioni sono comunicate in una fase molto precoce e sono di natura preliminare, potrebbero indurre in errore gli investitori, piuttosto che contribuire a una formazione efficiente dei prezzi e a risolvere l'asimmetria informativa".

all'evento o alle circostanze finali del processo prolungato².

Gli emittenti dovranno garantire la riservatezza riguardo alle informazioni sulle fasi intermedie che hanno le caratteristiche di informazione privilegiata³.

Si osservi che, in ogni caso, salvo quanto precisato nel successivo paragrafo 2.6 della presente *newsletter*, il Regolamento Listing Act non contiene significative modifiche alla definizione di informazione privilegiata. Pertanto, ove le tappe intermedie di un processo prolungato presentino le caratteristiche di informazioni privilegiate, rimarranno oggetto del divieto di abuso di informazioni privilegiate stabilito dal Regolamento MAR.

Le modifiche di cui sopra entreranno in vigore decorsi 18 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento Listing Act.

2.2 Disciplina del ritardo nella disclosure di informazioni privilegiate

Il Regolamento Listing Act introduce alcune modifiche alla disciplina del ritardo, regolando in modo più analitico le condizioni al verificarsi delle quali gli emittenti possano farvi ricorso.

In particolare, l'articolo 17, paragrafo 4 del Regolamento MAR attualmente prevede la facoltà degli emittenti di ritardare – sotto la propria responsabilità – la *disclosure* di informazioni privilegiate, purché sussistano le seguenti condizioni: (a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente; (b) **il ritardo non avrebbe probabilmente l'effetto di fuorviare il pubblico**; e (c) l'emittente sia in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni⁴.

Il Regolamento Listing Act sostituisce il generico riferimento all'assenza di un effetto fuorviante di cui alla lettera (b) sopra, precisando che l'emittente possa ritardare la comunicazione di informazioni ove queste non siano *“in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente [...] in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate”*⁵.

In aggiunta a quanto precede, il Regolamento Listing Act specifica che non sarà richiesto agli emittenti di attivare la procedura di ritardo relativamente alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie dei processi prolungati⁶.

Le modifiche di cui sopra entreranno in vigore decorsi 18 mesi alla data di entrata in vigore del Regolamento Listing Act.

2.3 Disciplina del cd. market sounding

Il Regolamento Listing Act interviene sulla disciplina dei sondaggi di mercato (cd. *market sounding*), di cui all'articolo 11 del Regolamento MAR, ossia *“le comunicazioni di informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni”*.

² Articolo 17, paragrafo 1, ultimo periodo, del Regolamento MAR, come modificato dal Regolamento Listing Act.

³ Articolo 17, paragrafo 1 bis, del Regolamento MAR, come introdotto dal Regolamento Listing Act.

⁴ Articolo 17, paragrafo 4, del Regolamento MAR.

⁵ Articolo 17, paragrafo 4, del Regolamento MAR, come modificato dal Regolamento Listing Act. Si segnala inoltre che il Regolamento Listing Act introduce un nuovo Articolo 17, paragrafo 12 del Regolamento MAR, ai sensi del quale sarà conferito alla Commissione il potere di adottare un apposito atto per stabilire quali siano le situazioni in cui le informazioni privilegiate possano essere in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con le eventuali ulteriori comunicazioni effettuate a cui si riferiscono le medesime informazioni privilegiate.

⁶ Articolo 17, paragrafo 4 bis, del Regolamento MAR, come introdotto dal Regolamento Listing Act.

In primo luogo, il legislatore europeo chiarisce che il sondaggio di mercato è un regime **opzionale** per poter beneficiare dell'esenzione dal divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate (cd. *safe harbour*). Laddove non si facesse ricorso allo strumento del sondaggio di mercato, il partecipante di mercato potrà comunque dimostrare che la comunicazione è avvenuta "nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di funzione" e dunque non è illecita⁷.

In secondo luogo, la portata applicativa della fattispecie viene estesa anche ai casi in cui l'operazione oggetto di sondaggio non venga effettivamente eseguita. La nozione di sondaggio di mercato viene infatti ampliata per includere anche la comunicazione di informazioni anteriormente all'**eventuale** annuncio di un'operazione⁸.

Infine, il Regolamento Listing Act interviene sulla disciplina del cd. *cleansing* dell'informazione, ossia dell'obbligo informativo relativo alla cessazione della natura privilegiata delle informazioni comunicate nell'ambito di un sondaggio di mercato. Ai sensi delle modifiche previste dal Regolamento Listing Act, il soggetto che abbia comunicato le informazioni non sarà più tenuto all'obbligo informativo in questione nei confronti di chi abbia ricevuto le informazioni privilegiate, ove "le informazioni siano state comunicate al pubblico in altro modo"⁹.

2.4 **Disciplina del cd. registro insider**

Il Regolamento Listing Act introduce alcune novità minori in materia di tenuta dei registri contenenti elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate (cd. registri *insider*). Tra le altre, il Regolamento Listing Act modifica l'articolo 18, paragrafo 9, del Regolamento MAR, attribuendo a ESMA il potere di riesaminare le norme tecniche di attuazione sul formato semplificato dei registri *insider* per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI, al fine di estendere l'uso di tale formato a tutti gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate¹⁰.

ESMA sarà tenuta a presentare i progetti di norme attuative alla Commissione Europea entro 9 mesi dalla data di entrata in vigore del Regolamento Listing Act.

2.5 **Disciplina del cd. internal dealing**

Il Regolamento Listing Act introduce alcune novità relativamente alla disciplina del cd. *internal dealing*.

In primo luogo, il Regolamento Listing Act interviene sulla soglia minima di controvalore delle operazioni, il cui raggiungimento in un anno solare determina l'insorgere degli obblighi informativi a carico dei soggetti coinvolti e dell'emittente. Tale soglia minima sarà innalzata dagli attuali euro 5.000 sino ad euro 20.000 (già prevista dalla Consob per l'Italia, ai sensi dell'articolo 152-*quinquies*.1 del Regolamento Consob n. 11971/1999). Il Regolamento Listing Act attribuirà inoltre alle competenti autorità nazionali la facoltà di aumentare la predetta soglia fino a euro 50.000 o di ridurla fino a euro 10.000.

In secondo luogo, il Regolamento Listing Act prevede l'introduzione di nuove esenzioni alla disciplina dei cd. *closed periods* prevista dall'articolo 19, paragrafi 11 e 12, del Regolamento MAR¹¹. In particolare, il Regolamento

⁷ Articolo 11, paragrafo 4, del Regolamento MAR, come modificato dal Regolamento Listing Act.

⁸ Articolo 11, paragrafo 1, del Regolamento MAR, come modificato dal Regolamento Listing Act.

⁹ Articolo 11, paragrafo 6, del Regolamento MAR, come modificato dal Regolamento Listing Act.

¹⁰ Per quanto riguarda invece la disciplina dei registri *insider* applicabili agli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI, l'articolo 18, paragrafo 6 del Regolamento MAR, come attuato (tra gli altri) dal Regolamento di esecuzione UE 2022/1210, prevede un regime semplificato di redazione del registro *insider* per gli emittenti che si qualificano come PMI.

¹¹ Ai sensi della disciplina vigente, non è consentito a una persona che eserciti funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione di effettuare operazioni relative a titoli dell'emittente nei 30 giorni antecedenti l'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di fine esercizio che il relativo emittente è tenuto a rendere pubblico (cd. *closed period*).

Listing Act estende la facoltà per gli emittenti di concedere esenzioni al divieto anche ai casi in cui le operazioni “non comportino decisioni di investimento attive da parte della persona che esercita funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione, o derivino da fattori esterni o da terzi, o consistano nell'esercizio di diritti conferiti da strumenti derivati in base a condizioni prestabilite”¹².

2.6 Nozione di informazione privilegiata

Il Regolamento Listing Act opera una lieve modifica della definizione di “informazioni privilegiate”, di cui all’articolo 7 del Regolamento MAR.

In particolare, la portata applicativa dell’articolo 7, paragrafo 1, lettera d)¹³ del Regolamento MAR viene estesa per includere, all’interno della definizione di informazioni privilegiate, non solo le informazioni che provengono direttamente dal cliente, ma anche quelle che provengono “da altri soggetti che agiscano per suo conto”, o che siano note in virtù di un rapporto di “gestione di un conto proprietario o di un fondo gestito”. La modifica è ispirata dalla ratio di rafforzare il contrasto al fenomeno del cd. *front-running*, consistente nella condotta di sfruttamento di informazioni privilegiate da parte di soggetti che ricevono da clienti degli ordini con potenziale impatto sui prezzi di un titolo e si avvalgono di tale informazione per operare anticipatamente sul mercato.

2.7 Sanzioni pecuniarie

Si segnala inoltre che il Regolamento Listing Act prevede alcune modifiche al regime sanzionatorio previsto dal Regolamento MAR. Gli interventi sono ispirati da una generale logica di commisurazione delle sanzioni alla dimensione dell’emittente.

In particolare, si segnala che il Regolamento Listing Act prevede l’introduzione di un limite massimo alla sanzione amministrativa pecuniaria da irrogare nei confronti di emittenti che realizzino condotte in violazione degli articoli da 14 a 20 del Regolamento MAR¹⁴.

Tale limite massimo sarà da calcolarsi in percentuale rispetto ai fatturati totali annui che emergano all’ultimo bilancio disponibile. Inoltre, ove la sanzione così determinata dovesse risultare sproporzionatamente bassa, è prevista la possibilità per le autorità nazionali di stabilire una sanzione minima. Si segnala che, per ciascuna fattispecie di violazione, la soglia minima sarà individuata partitamente per le PMI¹⁵ e per la generalità degli emittenti.

¹² Articolo 19, paragrafo 12, del Regolamento MAR, come integrato dal Regolamento Listing Act, che prevede l’introduzione di una nuova lettera (c).

¹³ La disciplina vigente prevede che: “per informazione privilegiata si intende (...) nel caso di persone incaricate dell’esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, (...) anche l’informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente, [...]”.

¹⁴ Si tratta degli articoli che istituiscono il divieto di abuso di informazioni privilegiate (articolo 14 del Regolamento MAR), il divieto di manipolazione del mercato (articolo 15 del Regolamento MAR), gli obblighi di prevenzione e individuazione di abusi del mercato (articolo 16 del Regolamento MAR), gli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (articolo 17 del Regolamento MAR), gli obblighi in materia di tenuta dei registri insider (articolo 18 del Regolamento MAR), gli obblighi in materia di *internal dealing* (articolo 19 del Regolamento MAR) e gli obblighi in materia di raccomandazioni di investimento (articolo 20 del Regolamento MAR).

¹⁵ Si tratta, in particolare, delle imprese che occupino meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non superi euro 50 milioni oppure il cui totale di bilancio annuo non superi euro 43 milioni.

Il presente documento viene consegnato esclusivamente per fini divulgativi. Esso non costituisce riferimento alcuno per contratti e/o impegni di qualsiasi natura.

Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento Vi preghiamo di contattare:

Alessandro Merenda
Partner
Diritto dei Mercati Finanziari

Roma | +39 06 478751
amerenda@gop.it

Mariasole Conticelli
Partner
Diritto dei Mercati Finanziari

Milano | +39 02 763741
mconticelli@gop.it

Lidia Caldarola
Partner
Diritto dei Mercati Finanziari

Roma | +39 06 478751
lcaldarola@gop.it



INFORMATIVA EX ART. 13 del Reg. UE 2016/679 - Codice in materia di protezione dei dati personali

I dati personali oggetto di trattamento da parte dallo studio legale Gianni & Origoni (lo "Studio") sono quelli liberamente forniti nel corso di rapporti professionali o di incontri, eventi, workshop e simili, e vengono trattati anche per finalità informative e divulgative. La presente newsletter è inviata esclusivamente a soggetti che hanno manifestato il loro interesse a ricevere informazioni sulle attività dello Studio. Se Le fosse stata inviata per errore, ovvero avesse mutato opinione, può opporsi all'invio di ulteriori comunicazioni inviando una e-mail all'indirizzo: relazioniesterne@gop.it. Titolare del trattamento è lo studio Gianni & Origoni, con sede amministrativa in Roma, Via delle Quattro Fontane 20.