



Gianni & Origoni

Internal dealing e modifiche introdotte dal Regolamento MAR

Avv. Mariasole Conticelli



13 maggio 2021



Indice

- 1. Le fonti**
- 2. Introduzione e ratio della disciplina**
- 3. La disciplina del Regolamento MAR**
- 4. La disciplina del TUF e Regolamento Emittenti**
- 5. Alcune tematiche pratiche**
- 6. Le sanzioni**

Le fonti

Le fonti si dividono rispettivamente in: **fonti europee**, **fonti nazionali primarie** e **fonti nazionali secondarie**

Soggetti rilevanti MAR

FONTI EUROPEE

Il regolamento UE 596/2014 (c.d. "**Regolamento MAR**"), i diversi regolamenti attuativi del Regolamento MAR (regolamenti delegati e regolamenti di esecuzione), gli orientamenti e le Q&A dell'ESMA

Azionisti rilevanti

FONTI NAZIONALI PRIMARIE

Il d.lgs. n. 58/1998 e successive modifiche (c.d. "**TUF**"), con particolare riferimento all'art. 114, comma 7 e alla sezione relativa alle sanzioni amministrative per la violazione di obblighi in materia finanziaria

FONTI NAZIONALI SECONDARIE

Il regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 1999 e successive modifiche ("**Regolamento Emittenti**"), con particolare riferimento agli artt. 152-*sexies* e seguenti e all'Allegato 6 al Regolamento Emittenti, che definisce i canali e le modalità di comunicazione delle operazioni effettuate

Con riferimento alle fonti europee, in data 23 settembre 2020 l'ESMA ha pubblicato una relazione («**MAR Review Report**») in cui fornisce un parere tecnico alla Commissione Europea per la modifica di alcune previsioni del Regolamento MAR, tra cui alcune in materia di *internal dealing*

Introduzione e *ratio* della disciplina

OBBLIGHI MAR



Obblighi di notifica delle operazioni su strumenti finanziari dell'emittente effettuate dai **soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo e di direzione** nonché per le rispettive **persone strettamente associate**

OBBLIGHI TUF



Obbligo di notifica delle operazioni rilevanti anche ai c.d. **azionisti rilevanti** e rispettive persone strettamente associate, ovvero chiunque detenga una partecipazione superiore al 10% nel capitale dell'emittente*

EMITTENTE



- ✓ **Mercato regolamentato**
- ✓ **Sistema multilaterale di negoziazioni**
- ✓ **Sistema organizzato di negoziazione**

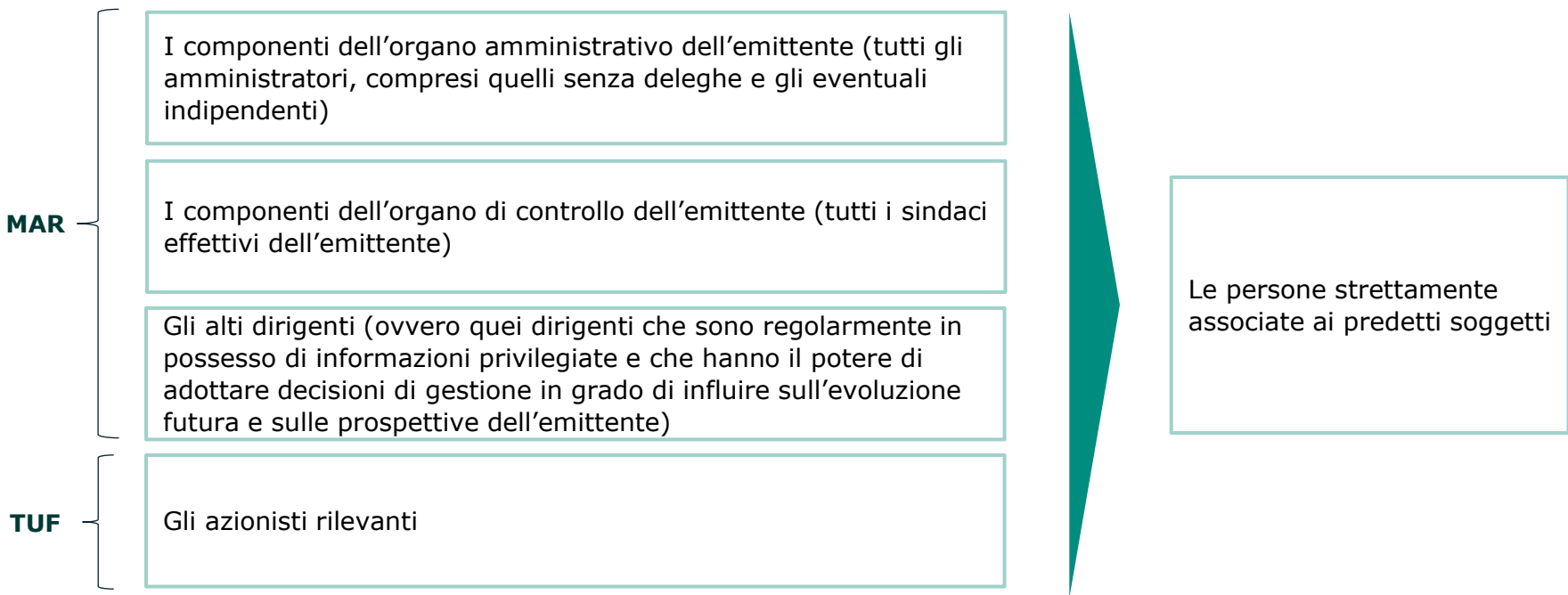
RATIO

- ❑ **Funzione preventiva:** maggiore trasparenza disincentiva l'abuso
- ❑ **Funzione segnaletica:** informazione operatività di soggetti apicali può essere informazione utile per gli investitori
- ❑ **Funzione di vigilanza:** ausilio all'Autorità per lo svolgimento dell'attività di vigilanza

* *La normativa primaria e la normativa secondaria presentano un chiaro disallineamento in relazione all'applicazione all'AIM Italia degli obblighi di notifica anche agli «azionisti rilevanti»*

Destinatari dell'obbligo

Attualmente i destinatari dell'obbligo di comunicazione risultano essere:



Le persone strettamente associate

Per 'persona strettamente associata' si intende

- A** Il coniuge ovvero il *partner* equiparato al coniuge, il figlio o i figli a carico ovvero un parente o affine che abbia convissuto con il soggetto rilevante per almeno un anno prima della data di compimento dell'operazione
- B** Le persone giuridiche, le società di persone e i *trust* in cui un soggetto rilevante o una delle persone di cui alla lettera A che precede siano titolari, da soli o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione
- C** Le persone giuridiche controllate direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o da una delle persone di cui alla lettera A che precede
- D** Le società di persone i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di una delle persone di cui alla lettera A che precede
- E** I *trust* costituiti a beneficio di un soggetto rilevante ovvero di una delle persone di cui alla lettera A che precede

Regolamento MAR - Gli strumenti finanziari

STRUMENTI FINANZIARI

Operazioni effettuate sulle seguenti tipologie di strumenti finanziari:

- Azioni e titoli di debito dell'emittente
- Strumenti finanziari collegati ad azioni ed a titoli di debito dell'emittente
 - contratti o diritti di sottoscrizione, acquisizione o cessione di valori mobiliari
 - strumenti finanziari derivati
 - valori mobiliari sottostanti strumenti di debito convertibili o exchangeable
 - altri strumenti finanziari in grado di influenzare sensibilmente le azioni o i titoli di debito dell'emittente
 - tutti gli ulteriori strumenti finanziari equivalenti alle azioni o ai titoli di debito dell'emittente

Regolamento MAR - Gli strumenti finanziari

STRUMENTI FINANZIARI COLLEGATI - ESENZIONI

L'obbligo di comunicazione non si applica alle operazioni relative ai seguenti strumenti finanziari collegati (**esposizione indiretta**):

- strumento finanziario costituito da una quota o un'azione di un OICR in cui l'esposizione alle azioni o agli strumenti di debito dell'emittente non supera il 20% degli attivi detenuti dall'OICR stesso
- strumento finanziario fornisce un'esposizione a un portafoglio di attivi in cui l'esposizione alle azioni o agli strumenti di debito dell'emittente non supera il 20% degli attivi del portafoglio
- strumento finanziario costituito da una quota o un'azione di un OICR o fornisce un'esposizione a un portafoglio di attivi e l'insider o la persona strettamente associata non conosce né poteva conoscere la composizione o l'esposizione degli stessi in relazione alle azioni o agli strumenti di debito dell'emittente e non vi siano motivi che inducano tale soggetto a ritenere che le azioni o gli strumenti di debito superino la soglia del 20%

Qualora siano disponibili informazioni relative alla composizione degli attivi degli OICR o del portafoglio di attivi, il soggetto rilevante o la persona strettamente associata deve compiere ogni ragionevole sforzo per avvalersi di tali informazioni

Regolamento MAR - Operazioni rilevanti

OPERAZIONI RILEVANTI

Le operazioni che fanno scattare l'obbligo di notifica da parte dei soggetti obbligati sono elencate dal Regolamento Delegato UE n. 522/2016 e, comprendono, tra le altre:

- Operazioni di acquisto e vendita
- Sottoscrizione di aumenti di capitale e emissione di altri titoli
- Acquisto, cessione o esercizio di opzioni *put*, opzioni *call* o *warrant*
- Assegnazione o esercizio di *stock option* / *stock grant* e la cessione delle azioni rivenienti dall'esercizio
- Conversione di strumenti finanziari
- Costituzione in pegno o in prestito
- Operazioni effettuate nell'ambito di un'assicurazione sulla vita
- Operazioni in derivati, vendite allo scoperto, contratti per differenziali
- Elargizioni, donazioni fatte o ricevute
- Operazioni da parte di terzi professionalmente o meno per conto di *insider*, anche quando è esercitata la discrezionalità

NO OBBLIGO



Operazioni eseguite da gestori di OICR in cui *insider* o associato ha investito, se il gestore agisce in totale discrezione

Regolamento MAR - Obblighi

- ❑ Obbligo di notifica in capo agli *insider* e agli associati nei confronti dell'emittente
- ❑ Obbligo di notifica in capo agli *insider* e agli associati nei confronti dell'autorità competente
- ❑ Obbligo di comunicazione al pubblico da parte dell'emittente

Regolamento MAR – Modalità e tempistiche

MAPPATURA INSIDER

- Gli emittenti devono notificare agli *insider* gli obblighi cui sono soggetti
- Gli *insider* devono notificare alle persone loro 'associate' gli obblighi cui sono soggetti
- Gli emittenti redigono un elenco degli *insider* e dei soggetti associati

➔ Misure organizzative interne

SOGLIE DI COMUNICAZIONE

- Operazioni effettuate su strumenti finanziari dell'emittente o su strumenti finanziari ad essi collegati che superino, in un anno civile, l'importo di € 5.000
- Una volta superato l'importo di € 5.000 dovranno essere comunicate tutte le operazioni effettuate sino alla fine dell'anno
- Le autorità competenti dei singoli paesi possono aumentare la soglia fino ad € 20.000* (pochissimi paesi, tra cui l'Italia, hanno aumentato la soglia).

*Nel «*Final Report on the Amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Market*» (ottobre 2020) è emerso come sia auspicabile un futuro incremento della soglia fino ad € 50.000 per le società attive sui mercati in crescita.

MODALITÀ DI COMUNICAZIONE

- La comunicazione nei confronti dell'emittente e dell'autorità di vigilanza secondo un format previsto dal Regolamento di esecuzione UE n. 523/2016 e con mezzi che garantiscono: completezza, integrità, riservatezza e sicurezza
- L'emittente una volta ricevuta la comunicazione dovrà provvedere a comunicare la stessa al pubblico con le modalità previste per la diffusione di informazioni regolamentate
- Le procedure dell'emittente possono prevedere che la comunicazione nei confronti dell'autorità di vigilanza venga effettuata dall'emittente in nome e per conto dei soggetti obbligati

TEMPISTICHE DI COMUNICAZIONE

- La comunicazione da parte dei soggetti rilevanti all'emittente dovrà essere effettuata entro 3 giorni lavorativi a decorrere dalla data di compimento dell'operazione che determina il superamento della soglia
- L'emittente dovrà comunicare al pubblico le informazioni ricevute entro 2 giorni lavorativi a decorrere dalla data di ricezione della notifica da parte dei soggetti rilevanti

Regolamento MAR – I *black-out period*

Obbligo di astensione dal compimento di operazioni su strumenti finanziari dell'emittente durante i c.d. periodi di chiusura o *black-out period*.

Per periodo di chiusura si intendono i **30 giorni di calendario** che precedono l'annuncio di una relazione finanziaria annuale e di una relazione finanziaria intermedia (es. semestrali) che l'emittente è tenuto a pubblicare se previste dal diritto nazionale ovvero dai regolamenti della sede di negoziazione in cui gli strumenti finanziari dell'emittenti sono ammessi alla negoziazione

Come chiarito dall'ESMA, ove i dati preliminari precedano la pubblicazione dei dati definitivi (come ad esempio nel caso dell'**approvazione del progetto di bilancio**), il periodo di chiusura si calcola in relazione alla pubblicazione di tali dati preliminari

La disciplina europea prevede alcuni casi in cui è possibile compiere operazione anche durante il periodo di chiusura (circostanze eccezionali, quali *(i)* il far fronte ad un impegno finanziario inderogabile ovvero *(ii)* l'esecuzione di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari), ma dovrà sempre essere chiesta ed ottenuta l'autorizzazione dell'emittente attraverso l'invio di una richiesta scritta motivata. Disciplina contenuta nel Regolamento Delegato UE n. 522/2016

Regolamento MAR – Esenzioni dal black-out period

- ❑ Situazioni estremamente urgenti, impreviste e impellenti, da cui sorge necessità di adempiere ad obblighi finanziari (compresi obblighi fiscali)
- ❑ Negoziazioni per conto proprio o per conto terzi nel caso di assegnazione di strumenti finanziari nell'ambito di un piano di incentivazione azionaria per dipendenti (es. piani di *stock option* o piani di *stock grant*), laddove le condizioni siano preapprovate e non possano essere esercitati poteri di discrezionalità
- ❑ Operazioni che non comportano modifica della titolarità (e del prezzo)

La disciplina sulle esenzioni dai black-out period è in continua evoluzione



ESMA nel MAR Review Report ha elencato talune proposte di integrazione dei casi di esenzione

MAR Review Report

Le proposte di revisione dell'ESMA

La Commissione Europea ha chiesto all'ESMA di esprimersi su possibili proposte e/o modifiche riguardanti il Regolamento MAR.

In data 23 settembre 2020, l'ESMA ha pubblicato il MAR Review Report nel quale si è espressa con misure adeguate a garantire un elevato livello di trasparenza ed integrità del mercato. Fra i vari temi, oggetto di valutazione, l'ESMA si è espressa in materia di *internal dealing* sui seguenti punti:

- **Estensione dei casi di esenzione dai black-out period**: l'ESMA ha individuato alcuni possibili casi ulteriori di esenzione da *black out period*;
- **Soglia di notifica delle operazioni compiute**: l'ESMA ha risposto alle perplessità degli operatori che richiedevano un aumento della soglia economica oggetto di notifica;
- **Criteri di identificazione dei black-out period**: l'ESMA ha risposto alla richiesta di numerosi operatori che auspicavano una maggiore uniformità sul tema tra i vari paesi europei (ad esempio, la pubblicazione dei risultati riguardanti il primo ed il terzo trimestre, è obbligatoria solo in alcune sedi di negoziazione), sostenendo che i criteri attualmente previsti siano adeguati.

MAR Review Report

Proposta di estensione dei casi di esenzione dal black-out period

L'ESMA ritiene che si debba valutare **la possibile estensione dei casi di esenzione dal black-out period** ad:

- ✓ operazioni su strumenti finanziari diversi da azioni;
- ✓ operazioni di acquisto di strumenti finanziari basati su accordi sul reinvestimento di dividendi o azioni, laddove l'accorso sia assunto prima del *black-out period*, sia irrevocabile e non possa essere modificato;
- ✓ operazioni compiute nell'ambito di gestioni patrimoniali individuali o discrezionali, se il mandato di gestione è conferito prima del *black-out period* e il notificante specifica in sede di comunicazione che l'operazione è stata compiuta dal gestore indipendente nel contesto di una gestione patrimoniale discrezionale;
- ✓ operazioni societarie (es. aumenti di capitale in opzione, fusioni o scissioni, adesione ad OPA) o accettazione di eredità o donazioni; e
- ✓ operazioni di esercizio di opzioni, futures o altri derivati qualora i termini dell'operazione siano concordati prima del *black-out period*.

MAR Review Report

Proposte di modifica della soglia di notifica delle operazioni compiute

Dal confronto tra gli operatori ed ESMA, è emerso un dibattito circa la possibilità di procedere con una revisione delle attuali soglie di notifica. In particolare, secondo gli operatori:

- l'attuale soglia di Euro 5.000 prevista dal Regolamento MAR sarebbe troppo bassa e all'origine della divulgazione di operazioni non significative; e
- la soglia di Euro 20.000 costituirebbe un compromesso accettabile tra l'informazione al pubblico e la segnalazione di operazioni rilevanti.

L'ESMA è consapevole che il mantenimento di una soglia bassa comporti un processo di notifica più impegnativo ma **ritiene che le soglie attuali siano adeguate** dal momento che è già prevista la possibilità di poter aumentare la soglia in modo opzionale fino ad Euro 20.000, come fatto da parte di alcuni Paesi (tra cui l'Italia).

Infatti, la suddetta soglia di Euro 20.000 è stata giudicata troppo elevata da numerosi Stati Membri, in quanto avrebbe come effetto la mancata comunicazione di operazioni rilevanti per il mercato.

Si segnala come nel «*Final Report on the Amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Market*» (ottobre 2020), la stessa ESMA abbia ritenuto auspicabile un futuro incremento della soglia opzionale ad almeno Euro 50.000 per le sole società attive sui mercati in crescita per le PMI.

TUF e Regolamento Emittenti

Gli strumenti finanziari e le operazioni rilevanti

STRUMENTI FINANZIARI

Gli obblighi di comunicazione si applicano alle operazioni effettuate sulle seguenti tipologie di strumenti finanziari:

- Azioni dell'emittente
- Strumenti finanziari collegati alle azioni
 - strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere le azioni;
 - strumenti finanziari di debito convertibili nelle azioni o scambiabili con esse;
 - strumenti finanziari derivati sulle azioni;
 - tutti gli ulteriori strumenti finanziari equivalenti alle azioni, rappresentanti le azioni dell'emittente

❖ **NO TITOLI DI DEBITO (≠ OBBLIGHI MAR)**

OPERAZIONI RILEVANTI

Le operazioni che fanno scattare l'obbligo di notifica da parte dei soggetti obbligati sono:

- Acquisto
- Vendita
- Sottoscrizione
- Scambio

❖ **NO OBBLIGO PER:**

- operazioni aventi ad oggetto le azioni delle controllate
- operazioni riconducibili a portafogli di negoziazione

TUF e Regolamento Emittenti

Modalità e tempistiche

SOGGETTI OBBLIGATI

- Gli azionisti rilevanti, ovvero chiunque detenga più del 10% del capitale sociale dell'emittente calcolato ai sensi dell'art. 118 del Regolamento Emittenti
- Le persone strettamente associate ai soggetti di cui sopra

SOGLIE DI COMUNICAZIONE

- Operazioni effettuate sulle azioni dell'emittente o su strumenti finanziari ad essi collegati che superino, entro la fine di un anno civile, l'importo di € 20.000
- Una volta superato l'importo di € 20.000 dovranno essere comunicate tutte le operazioni effettuate, ove le stesse superino la soglia di ulteriori € 20.000
- La soglia deve essere calcolata separatamente per ciascun azionista rilevante e le rispettive persone strettamente associate.

MODALITÀ DI COMUNICAZIONE

- La comunicazione dovrà essere effettuata nei confronti del pubblico e dell'autorità di vigilanza secondo il *format* previsto dall'Allegato 6 del Regolamento Emittenti
- La comunicazione al pubblico dovrà essere effettuata attraverso l'invio del *format* previsto dall'Allegato 6 ad almeno 2 agenzie di stampa di rilevanza nazionale
- Le procedure dell'emittente possono prevedere che la comunicazione nei confronti del pubblico e dell'autorità di vigilanza venga effettuata dall'emittente in nome e per conto dei soggetti obbligati previo accordo con gli stessi

TEMPISTICHE DI COMUNICAZIONE

La comunicazione dovrà essere effettuata entro la fine del 15° giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione

Alcune tematiche pratiche

CONFLITTO DI DISCIPLINE

I principali azionisti di un emittente persone fisiche (direttamente o tramite un veicolo) possono essere altresì componenti dell'organo amministrativo

In caso di operazione sugli strumenti finanziari da parte del veicolo che fa capo all'azionista rilevante, tema di conflitto tra disciplina MAR e quella nazionale, che presentano differenze con riferimento alle modalità e alle tempistiche di comunicazione.

ANALISI

Il Regolamento Emittenti prevede, all'art. 152-septies, comma 4, che gli obblighi previsti dalla disciplina nazionale non si applichino qualora gli azionisti rilevanti o le rispettive persone strettamente associate siano già soggette agli obblighi previsti dalla disciplina di cui al Regolamento MAR

➔ **Prevalenza disciplina MAR**

GESTORI DI FONDI: AGGREGAZIONE

Con riferimento ai gestori di fondi di investimento, nazionali, europei o di paesi terzi, si pone il problema riguardante le modalità di calcolo della partecipazione detenuta in un emittente. In particolare, tali gestori di sovente detengono partecipazioni nei diversi emittenti attraverso diversi fondi o veicoli differenti, con conseguente frazionamento delle partecipazioni stesse. Ne consegue l'interrogativo circa la necessità di aggregazione di tutte le partecipazioni detenute.

ANALISI

Il Regolamento Emittenti prevede che la partecipazione del 10% che fa sorgere l'obbligo di comunicazione di *internal dealing* debba essere calcolata ai sensi dell'art. 118 del Regolamento Emittenti stesso. Tale articolo prevede che i gestori di fondi (nazionali, europei o di paesi terzi) debbano procedere ad aggregare tutte le partecipazioni detenute da veicoli o fondi agli stessi riconducibili.

➔ **Aggregazione**

Le sanzioni: violazione delle disposizioni del Regolamento MAR

Il TUF prevede inoltre un sistema sanzionatorio specifico applicabile nei casi di violazione delle disposizioni nazionali ed europee in materia di *internal dealing*. Per quanto riguarda l'illecito amministrativo della violazione delle disposizioni del Regolamento MAR, le sanzioni si differenziano in base alle tipologie di violazione e ai soggetti che hanno commesso la relativa violazione (es. persona giuridica o persona fisica). Inoltre, la disciplina prevede anche la possibilità di applicare sanzioni agli esponenti aziendali e al personale della società responsabile della violazione.

A

Violazione degli obblighi in materia di *internal dealing*: sanzione amministrativa pecuniaria **da Euro 5.000 ad Euro 1 milione**. Se la violazione è commessa da una persona fisica si applica una sanzione amministrativa pecuniaria **da Euro 5.000 ad Euro 500.000** (solo se la condotta presenta profili di particolare gravità). Se il vantaggio ottenuto a seguito della violazione è determinabile e risulta superiore ai limiti massimi indicati, la sanzione è elevata sino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto.

B

Nei casi in cui la condotta abbia inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero abbia provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato, agli esponenti aziendali e al personale della società o dell'ente responsabile della violazione si applica una sanzione amministrativa pecuniaria **da Euro 5.000 ad Euro 500.000**.

Se le infrazioni sono connotate da scarsa offensività o pericolosità, la Consob può applicare in alternativa alle sanzioni pecuniarie le seguenti misure amministrative: *(i)* un ordine di eliminare le infrazioni contestate e di astenersi dal ripeterle; *(ii)* una dichiarazione pubblica avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile.

Le sanzioni: violazione delle disposizioni del TUF e del Regolamento Emittenti

Per quanto invece riguarda l'illecito amministrativo della violazione delle disposizioni previste dal TUF (art. 114, comma 7) e del Regolamento Emittenti, le sanzioni si differenziano in base ai soggetti che hanno commesso la relativa violazione (es. persona giuridica o persona fisica) e alla gravità della violazione stessa. Anche in questo caso è prevista la possibilità di applicare sanzioni agli esponenti aziendali e al personale della società responsabile della violazione.

A

Per le società e le persone fisiche sono previste tre tipologie di sanzioni applicabili alternativamente in base alla gravità: **(i)** una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica o fisica responsabile della violazione; **(ii)** un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine entro il quale adempiere; **(iii)** una sanzione amministrativa pecuniaria: **(a)** da Euro 5.000 ad Euro 10 milioni, ovvero fino al 5% del fatturato per le persone giuridiche; e **(b)** da Euro 5.000 ad Euro 2 milioni per le persone fisiche

B

Nei casi in cui la condotta abbia inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero abbia provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato, ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo e al personale della società o dell'ente responsabile della violazione si applicano le medesime sanzioni amministrative previste per le persone fisiche.



GIANNI & ORIGONI

Piazza Belgioioso, n.2

20121 Milano

Tel.: + 39 027637421

email: mconticelli@gop.it

web: www.gop.it

