

Informazioni privilegiate

La Commissione Ue ha presentato una proposta di riforma in materia
L'obiettivo è ridurre l'impatto normativo e perseguire la certezza del diritto

DI PIETRO LORENZI*

Per informazione privilegiata ai sensi della disciplina in materia di market abuse si intende un'informazione che congiuntamente: i) concerne direttamente o indirettamente uno o più emittenti o i relativi strumenti finanziari; ii) non è stata resa pubblica; iii) ha carattere preciso; iv) è material, ossia è idonea, laddove resa pubblica, ad avere una significativa incidenza sul prezzo degli strumenti finanziari. Questa nozione di informazione privilegiata è quella rilevante ai fini del divieto di abuso o di comunicazione illecita di informazioni privilegiate che, come noto, è accompagnato da **sanzioni amministrative e penali particolarmente afflittive**.

Una doppia declinazione

Con riferimento, invece, agli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate la nozione rilevante è più ristretta in quanto l'emittente, fermi restando i requisiti sub ii), iii) e iv) di cui sopra, è tenuto a comunicare al pubblico unicamente le **informazioni privilegiate** che lo "riguardano direttamente".

Ne consegue che gli emittenti, com'è

ovvio che sia anche in base a un principio di vicinanza, non sono tenuti a effettuare comunicati price sensitive di informazioni privilegiate che non li riguardano direttamente, ossia di informazioni privilegiate che, pur potendo incidere sui prezzi degli strumenti finanziari, originano da soggetti esterni all'emittente. Questa impostazione è stata confermata anche dalla Consob nelle sue Linee Guida dell'ottobre 2017 in materia di "Gestione delle informazioni privilegiate" nelle quali l'Autorità ha fornito un'ampia casistica di quando l'informazione riguarda direttamente l'emittente e di quando, invece, lo riguarda soltanto indirettamente.

La versione attuale del Mar contiene dunque tutt'oggi una doppia declinazione della nozione di informazione privilegiata: una, più ampia, rilevante ai fini sanzionatori e, l'altra, più ristretta ma comunque di portata decisamente significativa, ai fini della diffusione dei comunicati price sensitive. Questa doppia declinazione della nozione di informazione privilegiata sembra destinata a divenire ancor più evidente e marcata a fronte della

proposta della Commissione europea del 7 dicembre 2022. Tale proposta ha quale dichiarata finalità quella di **ridurre gli oneri normativi riguardanti sia la fase di Initial public offering** che quella successiva, introducendo dunque modifiche mirate nel Regolamento Prospetto e nel Mar. In particolare, con riferimento al Regolamento Mar, la Commissione europea, tra le altre cose, ha ritenuto necessario intervenire sull'estensione dell'obbligo di comunicare al pubblico quanto prima le informazioni privilegiate riguardanti l'emittente.

Obbligo oneroso

In sede di consultazione, infatti, gli stakeholder hanno valutato tale obbligo particolarmente oneroso a fronte dell'ampiezza della nozione di informazione privilegiata che, come noto, oggi comprende anche fatti che non si sono ancora verificati ma che si può ragionevolmente prevedere che avranno luogo in futuro.

Al fine di ovviare a queste criticità la Commissione europea, anche con la finalità di fornire maggior certezza giuridica, ha inteso modificare

il Mar nella parte in cui impone di effettuare il comunicato price sensitive delle tappe intermedie di un processo prolungato in quanto tale obbligo, oltre a rendere la comunicazione prematura e potenzialmente misleading per il mercato, crea difficoltà per gli emittenti nel comprendere il momento esatto in cui debba essere fatta disclosure. Per tali ragioni, la Commissione ha proposto che **l'obbligo di comunicazione al pubblico debba sussistere solo nel momento in cui si verifica l'evento che completa il processo** prolungato e non già, dunque, al verificarsi delle sue tappe intermedie. Tuttavia tali tappe intermedie devono essere mantenute

riservate dagli emittenti i quali, nel caso in cui non riescano a garantire tale riservatezza, saranno comunque tenuti ad effettuare il comunicato price sensitive al fine di scongiurare l'insorgere di disparità informative che possano dare adito a condotte di insider trading.

L'atto delegato

Un'altra caratteristica saliente della proposta è l'attribuzione alla Commissione europea del potere di stabilire, mediante un atto delegato, un elenco non esaustivo di circostanze che integrano informazione privilegiata ai fini dei comunicati price sensitive e le relative tempistiche di pubblicazione. Questa iniziativa

costituisce un ulteriore intervento chiarificatore a supporto degli emittenti nel dare corretto adempimento alla normativa di riferimento. La proposta della Commissione europea, pur non essendo totalmente risolutiva, **è da accogliere con favore** in quanto ha il merito di perseguire l'integrità dei mercati finanziari e la tutela degli investitori tenendo al contempo conto delle esigenze di certezza giuridica ed economicità di cui gli emittenti necessitano, ciò in attuazione del principio di proporzionalità e di una ragionevole analisi del rapporto costi/benefici.

*Salary partner di Zitiello Associati