

# **MARKET ABUSE**

## **dal 3 luglio si applica il Regolamento EU 596/2014**

---

### Sommario:



*Introduzione.*  
*Ambito di applicazione.*  
*L'informazione privilegiata.*  
*Comunicazione dell'informazione privilegiata e ritardo nella comunicazione. I sondaggi di mercato (market soundings).*

---

### Introduzione

Dal 3 luglio 2016, ha trovato applicazione il Regolamento 596/2014, *Market Abuse Regulation*, del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (come successivamente integrato e modificato) sugli abusi di mercato (di seguito il “Regolamento”)<sup>1</sup> fatte salve le eccezioni espressamente

---

<sup>1</sup> In particolare vedi :(a) *regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17/12/2015*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 5/4/2016, che integra il Regolamento per quanto riguarda l'esenzione di taluni organismi pubblici e delle banche centrali di paesi terzi, gli indicatori di manipolazioni di mercato, le soglie di comunicazione, l'autorità competente per le notifiche dei ritardi, il permesso di negoziare durante periodo di chiusura e i tipi di operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione soggette a notifica, (b) *regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione del 26/02/2016* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 10/6/2016 che integra il Regolamento con norme tecniche di regolamentazione sui criteri, la procedura e i requisiti relativi all'istituzione di una prassi di mercato ammessa nonché i requisiti per il mantenimento, la cessazione o la modifica delle relative condizioni di accettazione; (c) *regolamento delegato (UE) 2016/957 della Commissione del 9/3/2016* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 17/6/2016 che integra il Regolamento per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui dispositivi, sistemi e procedure adeguati e sui modelli di notifica da utilizzare per prevenire, individuare e segnalare le pratiche abusive e gli ordini o le operazioni sospetti; (d) *regolamento delegato UE 2016/958 della Commissione del 9/3/2016* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 17/6/2016 che integra il Regolamento per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse; (e) *regolamento delegato UE 2016/960 della Commissione del 17/5/2016* pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 17/6/2016 che integra il Regolamento per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle modalità, le procedure e i sistemi opportuni applicabili ai partecipanti al mercato che comunicano le informazioni quando effettuano i sondaggi di mercato.

Tutti i suddetti regolamenti delegati sono entrati in vigore il giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e si applicano dal 3 luglio 2016.

previste dall'articolo 39 paragrafo 2<sup>2</sup> del Regolamento medesimo. Il Regolamento è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 12 giugno 2014 unitamente alla Direttiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato. Il Regolamento ha abrogato la direttiva 2003/6/CE (di seguito la "MAD I") nonché le direttive: 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/C, vale a dire tutto il corredo normativo che fino ad oggi ha disciplinato gli abusi di mercato.

Si è trattato di un intervento ritenuto indispensabile, come espressamente precisato nel Considerando n. 3 del Regolamento, ove viene esplicitata la necessità di sostituire la MAD I in ragione dei cambiamenti intervenuti nel panorama finanziario come conseguenza "degli sviluppi legislativi, tecnologici e di mercato, intervenuti dall'entrata in vigore di tale direttiva"<sup>3</sup>.

La finalità della nuova disciplina emerge sin dai primi Considerando del Regolamento: "*stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l'integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l'assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato*"<sup>4</sup>. Tale finalità per trova poi esplicitazione all'articolo 1, laddove oggetto del Regolamento è espressamente dichiarato essere l'istituzione di un "*quadro normativo comune in materia di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*", nonché misure per prevenire le suddette condotte illecite ricomprese nel più ampio concetto di abusi di mercato.

2

Ciò premesso, ci si propone di ripercorrere, in estrema sintesi, senza pretesa di completezza e previa analisi dell'ambito di applicazione, gli aspetti salienti trattati dal Regolamento in merito: a) alla nozione d'informazione privilegiata, b) agli obblighi di comunicazione ed alle ipotesi di ritardo nella comunicazione, c) ai sondaggi di mercato (c.d. *market sounding*).

## Ambito di Applicazione

L'ambito di applicazione della rinnovata disciplina sugli abusi di mercato è stato molto ampliato dal Regolamento rispetto alla MAD I: mentre, infatti, quest'ultima riguardava gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali era stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato, il Regolamento ha esteso l'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato

<sup>2</sup> Vedi regolamento UE 2016/1033 e la direttiva UE 2016/1034 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 giugno 2016 pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 30 giugno 2016, che prorogano la data di entrata in vigore della normativa MIFID 2/MIFIR al 3 gennaio 2018 e modificano, tra gli altri il Regolamento (art. 39 paragrafo 2) al fine di coordinare certe scadenze previste nel Regolamento medesimo con la suddetta proroga.

<sup>3</sup> Per "tale direttiva" deve intendersi la MAD I.

<sup>4</sup> Cfr. Considerando n. 4.

anche a tutti gli strumenti finanziari regolati su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), nonché agli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); inoltre il Regolamento è applicabile a quegli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipenda da uno dei suddetti strumenti finanziari ovvero abbia un effetto su tale prezzo o valore.

Il Regolamento trova poi applicazione in relazione “*alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o altri prodotti oggetto d'asta correlati*”. Ed è anche previsto che gli articoli 12 e 15 del Regolamento<sup>5</sup> si applichino:

- a) ai *contratti a pronti su merci* (diverse dai prodotti energetici all'ingrosso) laddove “*un'operazione, ordine di compravendita o condotta ha o è probabile che abbia o è finalizzata ad avere un effetto sul prezzo o sul valore*” degli strumenti finanziari menzionati al paragrafo 1 dell'articolo 2 del Regolamento medesimo;
- b) a *strumenti finanziari*, compresi i *contratti derivati* o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito laddove “*un'operazione, ordine di compravendita, offerta o condotta ha o è probabile che abbia un effetto sul prezzo o sul valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari*”;
- c) alla condotta in relazione agli indici di riferimento (*benchmark*).

3

Significativa è la previsione dell'articolo 5 del Regolamento che introduce un'esenzione dall'applicazione dei divieti di cui agli articoli 14 (divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate) e 15 (divieto di manipolazione di mercato), per i programmi di riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione.

In particolare, per beneficiare di tale esenzione, *un programma di riacquisto* deve avere come unico fine quello di:

- a) ridurre il capitale dell'emittente;
- b) soddisfare gli obblighi derivanti da strumenti di debito che siano convertibili in strumenti azionari;
- c) adempiere agli obblighi derivanti da programmi di opzioni su azioni o altre assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata.

L'esenzione per fini di *stabilizzazione* potrà, invece, trovare applicazione quando:

- a) la stabilizzazione è effettuata per un periodo limitato;
- b) all'autorità competente sono notificate le pertinenti informazioni sulla

---

<sup>5</sup> Gli articoli 12 e 15 del regolamento sono entrambi dedicati alla manipolazione del mercato, il primo è volto ad identificarne le attività e le condotte, il secondo sancisce il divieto di manipolazione di mercato: “*non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato*”.

stabilizzazione;

c) sono rispettati limiti adeguati in merito al prezzo;

d) tale negoziazione è conforme alle condizioni di stabilizzazione previste dalle norme tecniche previste al paragrafo 6 del medesimo articolo 5.

Parimenti rilevante è la disposizione dell'articolo 6 in forza della quale il Regolamento non si applica a *determinati soggetti dell'Unione Europea* nell'ambito dell'attuazione della politica monetaria, dei cambi o della gestione del debito pubblico, nella misura in cui agiscano nel pubblico interesse ed esclusivamente ai fini di dette politiche. Inoltre, secondo quanto previsto dall'articolo 3 del regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17/12/2015, il Regolamento non si applica a operazioni, ordini o condotte posti in essere nella conduzione della politica monetaria dei cambi o della gestione del debito pubblico dagli organismi pubblici e dalle banche centrali dei seguenti *paesi terzi*: Australia, Brasile, Canada, Cina (banca centrale), Regione amministrativa speciale di Hong Kong, India, Giappone, Messico, Singapore, Corea del Sud, Svizzera, Turchia, Stati Uniti d'America, nella misura in cui si svolgono nel pubblico interesse ed esclusivamente ai fini di tali politiche<sup>6</sup>.

Si evidenzia, da ultimo, che in ragione dell'applicabilità del Regolamento anche agli emittenti che abbiamo richiesto o ottenuto l'ammissione dei propri strumenti finanziari alle negoziazioni su MTF<sup>7</sup>, Borsa Italiana ha provveduto ad una revisione del quadro regolamentare del sistema multilaterale di negoziazione delle obbligazioni ExtraMOT ed in particolare del relativo regolamento del mercato, nonché del quadro regolamentare del sistema multilaterale di negoziazione delle azioni AIM Italia organizzato e gestito da Borsa Italiana S.P.A. ed in particolare del regolamento emittenti e del regolamento *Nominated Advisers* (c.d. NOMAD), allo scopo (si legge negli avvisi n. 11989 e n. 11990 di Borsa Italiana del 16 giugno 2016, cui si fa rinvio) “*di eliminare tutte le disposizioni contenute in tali regolamenti che potrebbero configgere con la normativa di grado superiore direttamente applicabile e di evitare altresì sovrapposizioni di richieste agli emittenti con riferimento agli obblighi derivanti*” dal Regolamento.

4

## L'Informazione privilegiata

L'articolo 7 del Regolamento definisce le caratteristiche dell'informazione privilegiata:

<sup>6</sup> Cfr. Allegato I al regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17/12/2015.

<sup>7</sup> Il che comporta l'assoggettamento anche per tali emittenti a numerosi obblighi, tra cui certamente: (a) l'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate (art. 17 del Regolamento), (b) l'obbligo di istituire e conservare elenchi delle persone che abbiano accesso a informazioni privilegiate dell'emittente (*insider lists*) (art. 18 del Regolamento), (c) la disciplina sull'*internal dealing*, (art. 19 del Regolamento) così come (d) il divieto per i soggetti sopra indicati, di effettuare operazioni per conto proprio o di terzi, direttamente o indirettamente, relative agli strumenti finanziari dell'emittente in un periodo di 30 giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno, che l'emittente è tenuto a rendere pubblici (*closing periods*) (art. 19 comma 11 del Regolamento).

- a) non deve trattarsi di una informazione pubblica;
- b) deve essere di carattere preciso;
- c) deve riguardare direttamente o indirettamente, emittenti o strumenti finanziari;
- d) se resa pubblica, deve poter “*avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*”.

Tale definizione non si discosta molto da quella dell’articolo 1 della MAD I<sup>8</sup>; potendosi peraltro rilevare come sia stato sostituito il requisito della “*influenza sensibile*” con quello della determinazione di un “*effetto significativo*” sui prezzi degli strumenti finanziari interessati.

È stato osservato<sup>9</sup> che il significato sostanziale della *price sensitivity* non sarebbe cambiato per effetto della sostituzione presente nel testo italiano del Regolamento. Ciò appare ancora più sostenibile se si confrontano i testi in lingua inglese dell’articolo 1 della MAD I e dell’articolo 7 del Regolamento: in entrambe le norme è stata utilizzata la formula “*significant effect on the prices*”<sup>10</sup>. Il tema non pare quindi rivestire particolare rilevanza.

Secondo quanto indicato nel paragrafo 2 dell’articolo 7 del Regolamento, una informazione è di carattere preciso se riferita ad eventi o circostanze verificatesi/esistenti o che si prevede che possano ragionevolmente verificarsi o venire ad esistenza, anche se si tratta di una fase intermedia di eventi o circostanze a formazione progressiva.

Una importante novità introdotta dal Regolamento, in tema di informazione privilegiata, consiste appunto nell’aver previsto che possono considerarsi informazioni di carattere preciso anche quelle afferenti alle tappe intermedie di un processo prolungato. Alcuni esempi di tali informazioni sono esplicitamente indicati nel Considerando n. 17: “*lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari*”.

Ne consegue che laddove tali fasi intermedie di un processo prolungato, oltre ad essere di carattere preciso, rispondano a tutti gli altri requisiti e criteri individuati all’articolo 7 del Regolamento, esse saranno considerate informazioni privilegiate e, come tali, sottoposte agli obblighi di comunicazione<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> MAD I articolo 1 paragrafo 1 primo comma: “*Informazione privilegiata, un’informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi.*

<sup>9</sup> Vedi S. Lombardo, *L’Informazione Privilegiata* in *Le Società* 2/2016.

<sup>10</sup> Si noti che l’articolo 181 comma 1 del TUF riporta tuttora la formula “*influire in modo sensibile*”. V. Consulich-Mucciarelli in *Le Società* 2/2016 per un esame di confronto tra i due sintagmi.

<sup>11</sup> V. anche Filippo Annunziata in *Le Società* 2/2016, secondo il quale “*Il nuovo regime normativo sugli abusi di mercato si sviluppa innanzi tutto attorno ad una nozione estesa di informazione privilegiata, che si stabilisce possa configurarsi, rispetto alla previgente formulazione, anche con riguardo a fasi intermedie di una circostanza, o di un fatto, il cui concretizzarsi si sviluppi progressivamente*”.

La norma fornisce una definizione *ad hoc* di informazione privilegiata per gli strumenti derivati su merci, una definizione più precisa e più ampia di quella prevista dall'articolo 1 della MAD I<sup>12</sup>. La versione del Regolamento (articolo 7, paragrafo 1, lett. b)) ribadisce infatti, *mutatis mutandis*, i requisiti previsti per le informazioni concernenti strumenti finanziari, ivi compreso il requisito dell'effetto significativo sui prezzi degli strumenti derivati o sui contratti a pronti su merci collegati (non presente nella MAD I), aggiungendo che deve trattarsi di una informazione che si possa ragionevolmente attendere sia comunicata o che debba obbligatoriamente essere comunicata.

Anche per quanto concerne le quote di emissioni o i prodotti oggetto d'asta correlati viene data una definizione specifica d'informazione privilegiata che ripropone i concetti d'informazione di carattere preciso, di non avvenuta pubblicità e di *price sensitivity*.

#### Comunicazione dell'informazione privilegiata e ritardo nella comunicazione

L'articolo 17 del Regolamento sancisce l'obbligo per l'emittente di comunicare al pubblico "quanto prima possibile" le informazioni privilegiate che lo riguardano.

Quanto al ritardo nella comunicazione l'articolo 17 disciplina tale fattispecie ai paragrafi 4, 5 e 6.

In particolare al paragrafo 4 si fa riferimento alla possibilità per l'emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione di informazioni privilegiate purché siano soddisfatte *tutte* le seguenti condizioni:

- a) *la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente medesimo (o del partecipante al mercato delle quote di emissioni);*
- b) *il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico;*
- c) *l'emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) è in grado di garantire la riservatezza delle informazioni per le quali è ritardata la comunicazione.*

Con la precisazione che l'emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) deve fornire per iscritto alla competente autorità, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico, una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni previste dalla norma che legittimano il ritardo della comunicazione. È conferita peraltro facoltà agli Stati Membri di optare per una registrazione presso l'autorità soltanto su richiesta di questa.

Sin qui, nella sostanza, viene ribadita la disciplina attualmente prevista dagli articoli 114, comma terzo, del D.L.gs. 58/98 (TUF) e dall'articolo 66 bis della delibera Consob 11971 /99 (Regolamento Emittenti).

<sup>12</sup> MAD I art. 1 paragrafo 1 secondo comma "In relazione agli strumenti derivati su merci, si intende per "informazione privilegiata" un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti derivati siffatti, e che gli utenti dei mercati su cui tali strumenti derivati sono negoziati si aspetterebbero di ricevere conformemente a prassi di mercato ammesse in tali mercati".

La novità sta nel paragrafo 11, il quale che prevede che ESMA fornisca “orientamenti volti a stabilire un elenco indicativo non esaustivo dei legittimi interessi degli emittenti di cui al paragrafo 4 lettera a), e delle situazioni in cui il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può indurre in errore il pubblico di cui al paragrafo 4 lettera b)”<sup>13</sup>.

Da segnalare che il Considerando n. 50 indica un elenco, non esaustivo, di circostanze cui possono riferirsi i legittimi interessi, tra le quali troviamo le negoziazioni in corso per il caso in cui una comunicazione al pubblico potrebbe comprometterne l'esito e le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo direttivo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente medesimo.

Il paragrafo 5 del Regolamento disciplina, invece, una specifica ipotesi per gli enti creditizi o istituti finanziari i quali, sotto la propria responsabilità, e al fine di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, potranno ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate “comprese le informazioni legate a un problema temporaneo di liquidità e, in particolare, la necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza” purché siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- a) la comunicazione delle informazioni privilegiate comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario;
- b) è nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione;
- c) è possibile garantire la riservatezza delle informazioni;
- d) l'autorità competente ha autorizzato il ritardo sulla base del fatto che le condizioni di cui alle lettere a) b) e c) sono rispettate.

7

L'emittente deve chiedere preventivamente l'autorizzazione per ritardare la diffusione delle informazioni precisando che le condizioni sono soddisfatte. Laddove la competente autorità non conceda l'autorizzazione vi è l'obbligo di immediata diffusione delle informazioni (cfr. paragrafo 6).

Significativa è anche la previsione del paragrafo 7: dopo aver precisato che, laddove non sia più garantita la riservatezza di una informazione privilegiata per la quale sia stata ritardata la comunicazione, sorge l'obbligo in capo all'emittente di procedere quanto prima alla diffusione al pubblico di tale informazione, estende l'obbligo anche alle ipotesi in cui via sia una voce (c.d. “rumors”) che sia “sufficientemente accurata da indicare che la riservatezza di tali informazioni non è più garantita”. La valutazione sul livello di accuratezza spetta all'emittente, sotto la propria responsabilità.

---

### I sondaggi di mercato (market soundings)

<sup>13</sup> V. in merito Draft Guidelines ESMA del 28 gennaio 2016 ESMA/2016/192.

Tra le novità introdotte dal Regolamento riveste significativa rilevanza l'articolo 11 che disciplina i sondaggi di mercato (c.d. *market sounding*). La definizione è data al paragrafo 1: “*un sondaggio di mercato consiste nella comunicazione 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, come le dimensioni potenziali o il prezzo a uno o più potenziali investitori*”.

Tale definizione può ritenersi in un certo qual modo integrata, dalla precisazione del paragrafo 2 in ipotesi di OPA o fusione. Si prevede infatti che in tali casi la comunicazione di informazioni privilegiate rappresenta un sondaggio di mercato purché: “*a) le informazioni siano necessarie per consentire agli aventi diritto ai titoli di formarsi un'opinione sulla propria disponibilità a offrire i loro titoli; b) la volontà degli aventi diritto ai titoli di offrire i loro titoli sia ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta di acquisizione o fusione*”<sup>14</sup>.

I soggetti legittimati ad effettuare sondaggi di mercato sono: l'emittente, un offerente sul mercato secondario uno strumento finanziario in operazioni diverse dalle normali negoziazioni per importi e quantità di sottoscrizione e per formazione del prezzo (*bookbuilding*), un partecipante al mercato delle quote di emissione o un terzo che agisca in nome e per conto di tali soggetti. Affinché l'attività di sondaggi di mercato non dia luogo a una comunicazione illecita d' informazione privilegiata ai sensi dell'articolo 10<sup>15</sup> del Regolamento, il paragrafo 4 dell'articolo 11 espressamente prevede che “*la comunicazione di informazioni privilegiate effettuata nel corso di un sondaggio di mercato si considera fatta nel normale esercizio di una occupazione, di una professione o di una funzione*” purché siano rispettate le seguenti condizioni (paragrafi 3 e 5):

1. *chi comunica le informazioni esamina preventivamente se il sondaggio di mercato comporta la comunicazione di informazioni privilegiate e registra per iscritto le proprie conclusioni e motivazioni;*
2. *chi comunica l'informazione ha ottenuto il consenso preventivo da parte del ricevente l'informazione;*
3. *chi comunica l'informazione informa il ricevente: a) del divieto di utilizzare (o anche tentare di utilizzare) le informazioni per attività di negoziazione (direttamente o indirettamente o anche per conto terzi) degli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono, anche tramite cancellazione o modifica di ordini, b) dell'obbligo di riservatezza.*

È fatto obbligo a chi comunica di effettuare una conservazione documentale dettagliata delle informazioni trasmesse, nonché delle identità dei soggetti cui le informazioni sono trasmesse.

<sup>14</sup> Sul punto v. Stefano Lombardo, *I sondaggi di Mercato: prime riflessioni*, in *Le Società* 2/2016 (nota 17) il quale fa notare come la versione italiana dell'articolo 11, par. 2, della MAR “risulta non chiaro in relazione al fatto che la comunicazione avviene nei confronti dei soggetti titolari dei titoli della società: il testo inglese è più chiaro e parla di disclosure of inside information...to parties entitled to the securities”.

<sup>15</sup> L'articolo 10 prevede al paragrafo 1 che non si ha comunicazione illecita di informazione privilegiata “quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione”.

ANNA PAPACCHINI

Quando le informazioni comunicate nel corso di un sondaggio cessano di essere privilegiate, chi le ha comunicate deve informare, non appena possibile, chi le ha ricevute.

21 luglio 2016