

# La comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate

**Alessandro Delledonne**

*Listed Companies Supervision – Borsa Italiana*

*26 settembre 2019*



## Il quadro normativo per un emittente quotato – capitali

**DIRETTIVA TRASPARENZA (109/2004)**  
**DIRETTIVA Bilanci (34/2013) e DIRETTIVA**  
**Revisione (43/2006)**

**REGOLAMENTO MARKET ABUSE (596/2014)**

**DIRETTIVA MARKET ABUSE (57/2014)**

- Codice civile
- D.lgs. 58/1998 (TUF)
- Regolamenti Consob (RE e parti correlate)
- Linee Guida Consob Ottobre 2017 (Gestione info privilegiate)
- Regolamento e Istruzioni di Borsa Italiana
- *Codice di Autodisciplina*

**REGOLAMENTO PROSPETTI (2017/1129)**

**DIRETTIVA SHAREHOLDERS' RIGHTS (36/2007)**  
**DIRETTIVA OPA (25/2004)**

## Definizione di Informazioni Regolamentate

### Direttiva 109/2004 (TOD) - art. 2 comma 1 lett. (k)

Per **informazioni regolamentate** si intendono tutte le informazioni che un emittente valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato è tenuto a comunicare a norma della presente direttiva, **dell'art 6 della Direttiva 6/2003 (MAD)**, o delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro adottate ai sensi dell'art. 3, paragrafo 1 della presente direttiva (obblighi ulteriori).

### Art. 113 ter TUF

Per **informazioni regolamentate** si intendono quelle che devono essere pubblicate dagli emittenti quotati, dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine o dai soggetti che li controllano, ai sensi delle disposizioni contenute nel Capo 3 del regolamento (UE) n. 596/2014, \* nel presente Titolo, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis e V-bis, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari ritenute equivalenti dalla Consob

\* (refuso)

## Informazioni Regolamentate (semplificazione)

Tipo di Informativa	Finalità	Timing diffusione	Modalità diffusione e stoccaggio
<b>Informazioni privilegiate</b> <i>(price sensitive)</i> o info continua	Informare tempestivamente il mercato su eventi rilevanti con potenziale sensibile impatto sui prezzi	Senza indugio	<b>Comunicato stampa</b> da: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>diffondere</u> via SDIR (*) e contestualmente</li> <li>• <u>archiviare</u> nel MSA (**) nonchè</li> <li>• <u>pubblicare</u> sul sito web dell'emittente</li> </ul>
<b>Informazioni «successive»</b> (contabile, su operazioni straordinarie, non contabile)	Fornire al mercato dettagliate info sugli accadimenti societari (post price) nonché info di natura diversa quali relaz. di governance, remunerazione, assetti proprietari, ESG	Nel rispetto dei tempi previsti dalla normativa	<b>Avvisi e comunicati stampa</b> (anche di deposito dei documenti) da: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>diffondere</u> via SDIR (*) e contestualmente</li> <li>• <u>archiviare</u> nel MSA (**) nonchè</li> <li>• <u>pubblicare</u> sul sito web dell'emittente</li> </ul> <b>Documenti</b> (bilancio, relazioni, prospetti etc.) da: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>archiviare</u> nel MSA (**) nonchè</li> <li>• <u>pubblicare</u> sul sito web dell'emittente</li> </ul>

**NB:** Le info regolamentate devono essere pubblicate su web emittente entro apertura mk gg successivo e mantenute per almeno 5 anni

## L'informativa *price sensitive*

---

- Cosa comunicare
- Quando comunicare
- Come comunicare

# Cosa comunicare?

## L'informazione privilegiata

---

**Unica** definizione di informazione privilegiata (Art. 7 MAR):

- sia ai fini dell'**abuso di informazioni privilegiate** (art. 8, MAR)
- che ai fini della **comunicazione al mercato** (Art. 17 MAR)

senza alcuna possibilità di distinguo.

## L'informazione privilegiata - definizione

Le 4 caratteristiche dell'informazione privilegiata:

- Non pubblica
- Ha carattere preciso cioè riguarda eventi/circostanze verificatisi/esistenti o che **ragionevolmente si prevede si verificheranno/verranno ad esistenza** ed è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi
- Concerne direttamente o indirettamente uno o più emittenti/strumenti finanziari (***corporate/market information***)
- Se resa pubblica potrebbe influenzare in modo sensibile i prezzi degli strumenti finanziari (***reasonable investor***)

## Gli eventi a formazione progressiva

- ...«nel caso di un processo prolungato inteso a concretizzare o che determina una particolare circostanza o un particolare evento, non solo tale futura circostanza o futuro evento possono essere considerati come informazioni aventi carattere **preciso**, ma anche le **tappe intermedie** di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri» ... (art. 7, c.2 della MAR).
- Una **tappa intermedia** in un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati dall'art.7 riguardo alle informazioni privilegiate (art. 7, c.3 della MAR).

## Gli eventi a formazione progressiva – Il caso Daimler

- Il presidente del CdG (CEO) di Daimler decide dimissioni e comunica l'intenzione a presidente del CdS
- L'evento «dimissioni» è incerto perché si richiede accettazione del CdS
- Le dimissioni sono accolte circa tre mesi dopo, contestualmente alla nomina del successore. Solo a questo punto viene diramato un comunicato al mercato che reagisce con forte rialzo del prezzo
- Gli investitori che hanno venduto tra le dimissioni e l'annuncio, chiedono danni all'emittente nel presupposto che la notizia dovesse essere data al mercato sin dal momento delle dimissioni



Quesiti per la Corte di Giustizia Europea

- Gli **step intermedi** di un processo unitario rilevano ai fini della *disclosure*?
- Che **probabilità** occorre per «prevedibilità»?



Decisione ECJ 28 giugno 2012 (Causa C-19/11)

- Eventi intermedi possono avere rilevanza autonoma se ricorrono gli elementi dell'info privilegiata
- Sufficiente una «concreta prospettiva» che l'evento futuro si realizzi. Non necessaria **elevata** probabilità, ma basta che l'evento non sia inverosimile (evento più probabile che improbabile)

## Il processo a formazione progressiva: il caso dell'acquisizione



## L'informazione privilegiata: divieto di marketing

---

L'emittente non deve coniugare la comunicazione di informazioni privilegiate al pubblico con la commercializzazione delle proprie attività (art. 17, c.1 MAR).

Il rischio è che tale combinazione possa risultare fuorviante e quindi indurre in errore il pubblico.

## **Eventi *price sensitive* (o presunti tali) da comunicare**

### **Comunicazione se evento è rilevante:**

- Acquisizioni/Cessioni (OPA)
- Fusioni/scissioni
- Aumenti di capitale sociale
- Ingresso in (o ritiro da) un settore di business
- Dimissioni o nomina di consiglieri/sindaci
- Cambio degli assetti di controllo
- Controversie legali

### **Comunicazione sempre dovuta:**

- Dati contabili (bilancio/semestrale/trimestrale)
- Giudizio del revisore diverso da clean opinion
- Rilevanti scostamenti di dati previsionali resi pubblici

### **Comunicazione in regime di ritardo**

- Rumours sufficientemente accurati

### **Comunicazione su richiesta Consob:**

- Comunicato ex art. 114, c.5 (possibilità di attivare opposizione)

### **Comunicazione dei dati previsionali: dal regime della facoltà al regime MAR**

# Quando comunicare?

## L'informazione privilegiata - il momento della comunicazione

---

L'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente (Art 17, c.1 della MAR).

## Il ritardo della comunicazione

L'emittente infatti può ritardare la comunicazione, sotto la propria responsabilità, alle seguenti condizioni:

- la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i suoi **legittimi interessi**;
- il ritardo probabilmente **non** avrebbe l'effetto di **fuorviare il pubblico**;
- l'emittente è in grado di garantire la **riservatezza**

Richiamo esplicito a eventi a formazione progressiva.

Obbligo di notifica scritta ex post del ritardo all'Autorità al momento della pubblicazione dell'informazione ritardata.

Spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni per la legittimità del ritardo solo su richiesta dell'Autorità (art. 114, c. 3 TUF).

## Le condizioni per il ritardo – i legittimi interessi (ESMA guidelines)

### Legittimi interessi dell'emittente nel ritardare la comunicazione:

- l'emittente ha in corso delle **negoziazioni** o ha **programmato** di comprare o di vendere una partecipazione rilevante in un'altra società e l'esito dell'operazione potrebbe essere compromesso dalla comunicazione al pubblico;
- la **solidità finanziaria** dell'emittente è minacciata da un **grave e imminente pericolo**, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza, e la comunicazione al pubblico delle informazioni pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente;
- le informazioni si riferiscono a **decisioni** adottate dall'organo amministrativo di un emittente la cui efficacia è subordinata all'approvazione di un altro organo (diverso dall'assemblea degli azionisti) dello stesso emittente;
- l'emittente ha sviluppato un **prodotto o un'invenzione** e l'immediata comunicazione della notizia potrebbe pregiudicare i diritti di proprietà intellettuale dell'emittente;
- un'operazione comunicata in precedenza è soggetta all'**autorizzazione di un'autorità pubblica** che subordina l'autorizzazione al rispetto da parte dell'emittente di ulteriori requisiti (*additional requirements*) e la capacità dell'emittente di rispettare tali requisiti (e quindi di portare a termine l'operazione) potrebbe essere compromessa dalla pubblicazione degli stessi.

## Le condizioni per il ritardo – il ritardo fuorviante (ESMA guidelines)

Il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può **indurre in errore il pubblico quando le informazioni** privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione:

- a) sono **sostanzialmente differenti** dalla precedente dichiarazione pubblica dell'emittente in merito allo stesso argomento;
- b) riguardano il fatto che gli obiettivi finanziari dell'emittente **non saranno probabilmente raggiunti**, laddove tali obiettivi siano stati precedentemente resi pubblici;
- c) sono **in contrasto** con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente.

## L'informazione privilegiata - il ritardo della comunicazione

---

Nel **regime** MAR, a differenza di quanto avveniva nel precedente regime, il ritardo può assumere una **funzione cruciale**: di fatto è l'unico rimedio per evitare la pubblicazione di informazioni **non «mature»**.

## L'informazione privilegiata - i *rumours*

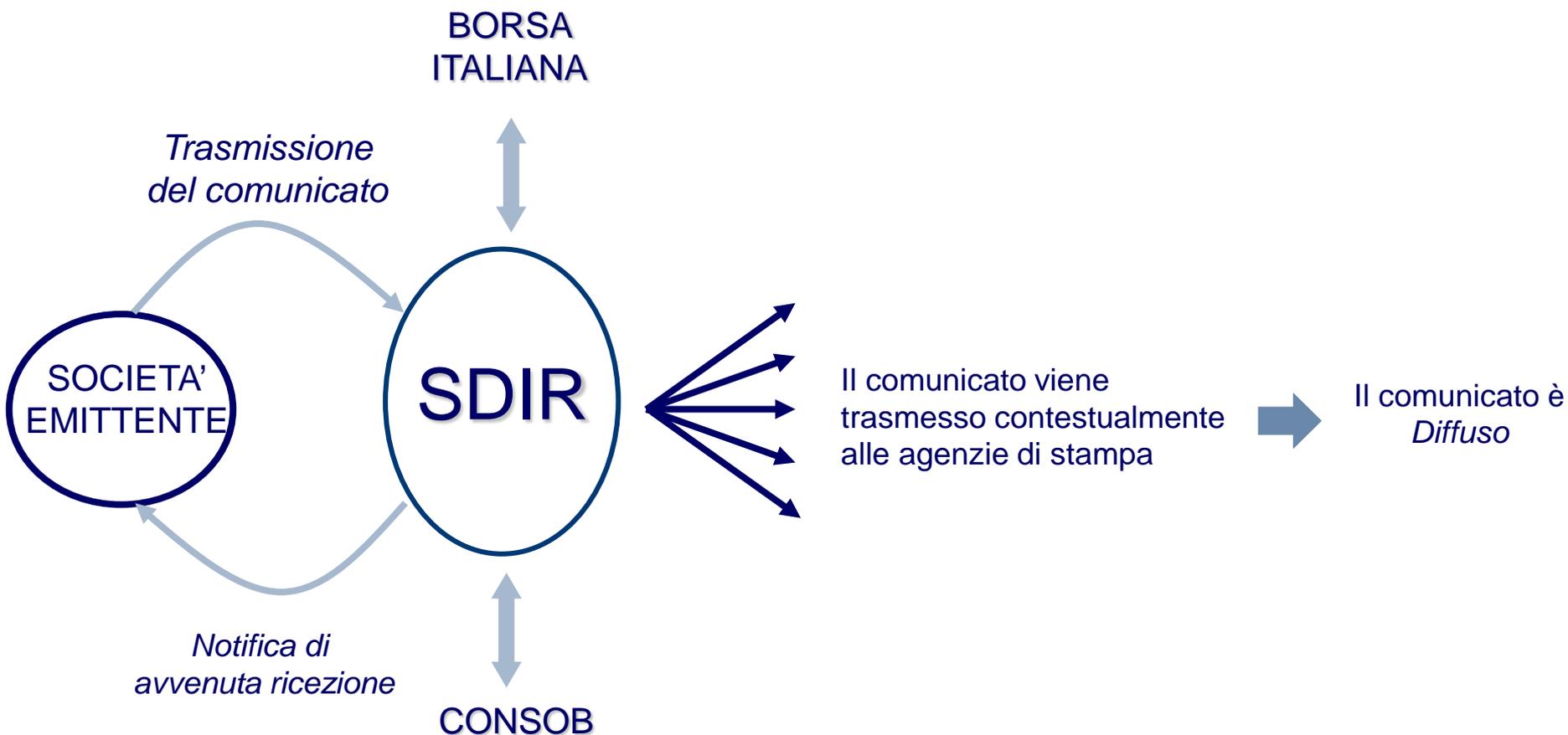
- Qualora la comunicazione di informazioni privilegiate sia ritardata [...] e la riservatezza delle stesse non sia più garantita, l'emittente comunica quanto prima al pubblico tali informazioni privilegiate.

In tale previsione rientrano anche le situazioni in cui una **voce** si riferisca **in modo esplicito** a informazioni privilegiate la cui comunicazione sia stata ritardata [...] quando tale voce è **sufficientemente accurata** da indicare che la riservatezza di tali informazioni non è più garantita (Art. 17, c.7 della MAR).

- Quando un emittente [...] comunica informazioni privilegiate a terzi, nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione, [...], ha l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tali informazioni, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale. Questo paragrafo non si applica se la persona che riceve le informazioni è tenuta ad un obbligo di riservatezza [...] (Art. 17, c.8 della MAR).

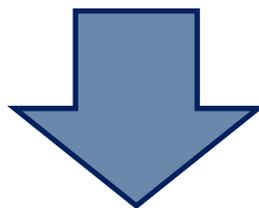
# Come comunicare?

## Il sistema di diffusione delle informazioni regolamentate - SDIR



## La standardizzazione dell'informativa societaria: gli schemi di comunicato

**Processo di standardizzazione** dell'informativa societaria price sensitive per soddisfare le esigenze, in particolare di investitori e stampa, di avere a disposizione **informazioni chiare, complete e facilmente fruibili senza ulteriori oneri per le società quotate** anzi fornendo loro un utile **strumento per ottemperare correttamente agli obblighi di comunicazione al mercato**



**SCHEMI DI COMUNICATO**

dal 1° febbraio 2005

## Gli schemi di comunicato: i criteri generali

### I criteri generali (art. IA 2.6.1 Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana)

<p>I comunicati diffusi ai sensi dell'articolo 17 MAR (c.d. comunicati <i>price sensitive</i>) così come quelli diffusi ai sensi dell'articolo 78-bis (relazioni finanziarie, proposta di dividendo, eventuali info finanziarie periodiche aggiuntive) del Regolamento Emittenti Consob, sono redatti in osservanza delle modalità di rappresentazione e, ove rientranti nelle fattispecie contemplate, dei contenuti minimi specificati nelle Istruzioni.</p>	<b>Ambito di applicazione</b>
<p>Resta rimessa agli emittenti la valutazione caso per caso dell'idoneità dei contenuti minimi e delle modalità di rappresentazione a soddisfare gli obblighi relativi alle informazioni privilegiate come definite ai sensi dell'articolo 7 MAR.</p>	<b>Responsabilità dell'emittente</b>
<p>I comunicati devono essere integrati con le ulteriori informazioni eventualmente previste da disposizioni di legge, da Consob e da altre autorità, nonché dal Regolamento di Borsa e dalle Istruzioni.</p>	<b>Non esaustività degli schemi di comunicato</b>

## Gli schemi di comunicato: le modalità di rappresentazione

### Le modalità di rappresentazione (art. IA 2.6.2 Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana)

<b>Titolo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b><u>Descrizione oggettiva e sintetica</u></b> della circostanza o evento a cui si riferisce un'informazione privilegiata. Non deve avere carattere pubblicitario (<i>ad es. Esplodono/volano i ricavi</i>)</li> <li>- Nel caso in cui il comunicato si riferisca a più circostanze o eventi, il titolo fa menzione di ciascuna circostanza o evento.</li> </ul>
<b>Sommario</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b><u>Esposizione sintetica</u></b> (non fuorviante) degli <b><u>elementi essenziali</u></b> della circostanza o evento a cui si riferisce un'informazione privilegiata. Esposizione in forma di tabella o di elenco.</li> <li>- Può essere omesso nel caso in cui il titolo del comunicato contenga già una descrizione esaustiva degli elementi essenziali dell'informazione privilegiata (<i>ad es. rumours, nomina/dimissioni, preconsuntivi parziali, operazioni straordinarie se semplici</i>)</li> </ul>
<b>Testo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b><u>Esposizione in forma articolata</u></b> del contenuto dell'informazione privilegiata secondo un indice liberamente scelto dalla società, purché tale da assicurare coerenza logica all'esposizione.</li> <li>- Qualora necessario al fine di assicurare una maggiore chiarezza di contenuto, il testo è organizzato in sezioni, accompagnate da un titolo.</li> </ul>
<b>Contatti societari</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indicazione dei nominativi delle <b><u>persone</u></b> e/o <b><u>strutture</u></b> da contattare per informazioni, i relativi recapiti telefonici e di posta elettronica, nonché l'indirizzo internet della società.</li> </ul>
<b>Disclaimer (eventuali)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Il contenuto di eventuali disclaimer in calce ai comunicati deve essere <b><u>coerente</u></b> con gli obblighi informativi e le connesse responsabilità a cui sono soggetti gli emittenti, e non devono fornire, al riguardo, indicazioni fuorvianti per il pubblico.</li> </ul>

## Gli schemi di comunicato: modalità di rappresentazione e contenuti

Art. 1 Criteri Generali  
Art. 2 Modalità di rappresentazione



**Validi per tutti i comunicati**

Art.3	Dati economico finanziari di periodo
Art.4	Dati economico finanziari di periodo (FIA)
Art.5	Giudizi del revisore
Art.6	Dati previsionali e obiettivi quantitativi
Art.7	Dimissioni o nomina di componenti gli organi di amministrazione e controllo o altri responsabili chiave
Art.8	Operazioni con parti correlate
Art.9	Acquisizioni/cessioni
Art.10	Aumenti di capitale e/o emissione di obbligazioni convertibili finalizzate alla raccolta di risorse finanziarie
Art.11	Emissioni di obbligazioni
Art.12	Operazioni su azioni proprie
Art.13	Fusioni/Scissioni

## Il ruolo della Borsa

**L'emittente [...] deve comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni che la stessa ritenga utili, di volta in volta o in via generale, al fine del buon funzionamento del mercato.**

Per il medesimo fine [...] **Borsa Italiana può richiedere** all'emittente **di diffondere** dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico nei modi e nei termini da essa stabiliti. Nel caso di inottemperanza alla richiesta, Borsa Italiana, sentito l'emittente, può procedere alla diffusione di tali informazioni, salvo che l'emittente non opponga, con reclamo motivato alla Consob, che dalla diffusione può derivargli grave danno.

Nell'esercizio dei poteri di cui ai precedenti commi 1 e 2 Borsa Italiana collabora con la Consob al fine di **evitare sovrapposizioni di richieste** agli emittenti.

## Ruolo di Borsa Italiana nella gestione delle informazioni privilegiate

### La sospensione dei titoli

Borsa Italiana, al fine di assicurare il regolare svolgimento delle negoziazioni, può disporre la sospensione dei titoli dalle negoziazioni **in attesa della imminente diffusione** da parte della società delle dovute informazioni al mercato

### Il preavviso da parte dell'emittente

Gli emittenti devono preavvertire Borsa Italiana quando sia **prevista la diffusione di informazioni privilegiate a mercato aperto**, al fine di consentire a Borsa Italiana di valutare con la dovuta ponderazione l'impatto che la notizia, una volta diffusa, potrebbe avere sul regolare andamento delle negoziazioni (art. IA.2.5.4 IRB)

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Blt Club, MiniFIB, DDM, EuroMOT, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, ETF Plus, ELITE, Palazzo Mezzanotte Congress Centre and Services nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A..

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del Gruppo London Stock Exchange, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana e le società dalla stessa controllate sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Ltd – Italian branch.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.

© 2019 Borsa Italiana

Tutti i diritti sono riservati

Borsa Italiana S.p.A

Piazza Affari, 6

20123 - Milano

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

