

La comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate

Profili applicativi della Market Abuse Regulation

Preparata per AIR

14 dicembre 2016

Quadro normativo

Finalità del legislatore MAR

- regole uniformi a livello europeo e chiarezza dei concetti base
- testo normativo unico
- quadro più uniforme e rigoroso per:
 - (a) tutelare l'integrità del mercato,
 - (b) evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo,
 - (c) offrire maggiore certezza del diritto e
 - (d) ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato
- Regolamento self executing e non direttiva per impedire che vengano adottate norme nazionali divergenti

Regime precedente alla MAR: diversa definizione di informazione privilegiata

Ai fini dell'abuso (insider dealing)	Ai fini della comunicazione al pubblico
<ul style="list-style-type: none">- <u>Non pubblica</u>- Ha <u>carattere preciso</u>: riguarda eventi/circostanze verificatisi/esistenti o che ragionevolmente si prevede che si verificheranno/verranno ad esistenza e è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile <u>effetto sui prezzi</u>- Concerne <u>direttamente o indirettamente</u> uno o più <u>emittenti</u> o uno o più <u>strumenti finanziari</u>- Se resa pubblica potrebbe <u>influire in modo sensibile sui prezzi</u> di tali strumenti finanziari (informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe per fondare proprie decisioni)	<ul style="list-style-type: none">- <u>Non pubblica</u>- Ha <u>carattere preciso</u>: riguarda eventi/circostanze verificatisi, sebbene non ancora formalizzati e è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile <u>effetto sui prezzi</u>- Concerne <u>direttamente l'emittente</u> (e le sue controllate)- Se resa pubblica potrebbe <u>influire in modo sensibile sui prezzi</u> di tali strumenti finanziari (informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe per fondare proprie decisioni)

Regime MAR: unica definizione di informazione privilegiata

- **Unica nozione di informazione privilegiata** che rileva **sia** ai fini della comunicazione al pubblico (Art. 17 MAR) **sia** ai fini dell'abuso di informazioni privilegiate (Art. 8 MAR)
- «*informazione di **carattere preciso**, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, la Società o uno o più **strumenti finanziari**, che, se resa pubblica, potrebbe avere una **influenza significativa sui prezzi** di tali strumenti finanziari o degli strumenti finanziari derivati collegati*» (Art. 7 MAR)

Carattere preciso

- «*Riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà*»
- «ragionevolmente ritenere» identifica una soglia di valutazione inferiore rispetto ad una valutazione in termini «più probabile che non»

Carattere preciso (2)

- *«sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato»*
- Rilevanza delle «tappe intermedie» dei processi prolungati

Ambito oggettivo

- **azioni** e gli altri valori mobiliari equivalenti ad azioni;
- **obbligazioni** e le altre forme di titoli di credito;
- titoli di credito **convertibili** o scambiabili in azioni o in altri valori equivalenti ad azioni;
- contratti di **opzione**, contratti finanziari a termine standardizzati
- strumenti finanziari **derivati** per il trasferimento del rischio di credito

.....

Ambito oggettivo (2)

.....i quali siano:

Q
u
o
t
a
t
i

→ ammessi alla negoziazione su un **mercato regolamentato** o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; o

negozianti su un **MTF**, ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un MTF; o

N
O

→ il cui prezzo o valore **dipende** da uno strumento finanziario di cui sopra, **ovvero ha un effetto** su tale prezzo o valore (compresi i credit default swap e i contratti finanziari differenziali strumenti finanziari)

Influenza significativa sui prezzi

- «*informazione che probabilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*»
- Test dell'investitore ragionevole
 - Assenza di soglie percentuali per determinare ex ante la «*influenza significativa*»
 - Informazioni che possono determinare un'influenza significativa sui prezzi:
 - Attività/passività dell'emittente
 - Performance dell'attività dell'emittente
 - Situazione finanziaria dell'emittente

Obbligo di comunicazione

- «*L'emittente comunica al pubblico quanto prima possibile [salvo ritardo] le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente» (Art. 17 MAR)*
- Principi di tempestività, correttezza, completezza, integrità, riservatezza e parità di accesso alle informazioni

Comunicazione dell'informazione privilegiata

- Deve indicare chiaramente:
 - la natura privilegiata delle informazioni comunicate
 - i dati societari completi dell'emittente
 - l'identità del soggetto che notifica l'informazione privilegiata, con specificazione dei relativi dati anagrafici e della posizione ricoperta presso l'emittente
 - l'oggetto delle informazioni privilegiate
 - la data e l'ora della comunicazione ai mezzi di informazione

Comunicazione dell'informazione privilegiata (2)

- diffusione delle informazioni in maniera gratuita non discriminatoria ad un pubblico il più ampio possibile simultaneamente nell'ambito dell'Unione Europea
- mediante mezzi elettronici che assicurino la completezza, l'integrità e la confidenzialità della trasmissione e che consentano inoltre di identificare alcuni riferimenti essenziali (data, ora, soggetto che ha effettuato l'invio)
- SDIR o AGENZIE DI STAMPA o altri strumenti messi a disposizione dai *trading venues*

Pubblicazione sul sito internet

- Sezione del sito internet facilmente identificabile e facilmente accessibile, senza discriminazione alcuna, a tutti gli utenti
 - Registrazione al sito?
- Chiara indicazione della data e dell'ora di divulgazione
- Presentazione in ordine cronologico
- Conservazione delle informazioni sul sito internet per almeno 5 anni

Ritardo nella comunicazione

- MAR prevede due diverse discipline del ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate
 - Disciplina del ritardo «**generale**» (Art. 17 (4) MAR), disponibile per qualsiasi emittente
 - Disciplina del ritardo «**speciale**» (Art. 17 (5) MAR) volto a preservare la **stabilità del sistema finanziario**, disponibile **solo a enti creditizi**
 - i.e. la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto
 - **e istituti finanziari**
 - Come definiti nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 26), del regolamento (UE) n. 575/2013

Ritardo «generale»

- L'emittente può ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate, sotto la propria responsabilità, se:
 - Comunicazione immediata pregiudicherebbe i propri **legittimi interessi**
 - Il ritardo probabilmente **non** avrebbe l'effetto di **fuorviare** il pubblico
 - L'emittente è in grado di garantire **la riservatezza**



- Guidelines ESMA sulle prime due condizioni

Ritardo «generale»- Legittimi interessi secondo l'ESMA

- Conduzione di negoziazioni o pianificazione di un'operazione
- La sostenibilità finanziaria dell'emittente è in grave e imminente pericolo e sono in corso negoziazioni per il risanamento finanziario
- Decisioni assunte da un organo che necessitano dell'approvazione di un altro organo (diverso dall'assemblea dei soci) quando:
 - la comunicazione immediata al pubblico potrebbe essere fuorviante
 - la decisione del diverso organo verrà presa quanto prima possibile

Ritardo «generale»- Legittimi interessi secondo l'ESMA (2)

- Lo sviluppo di prodotti o invenzioni la cui comunicazione immediata potrebbe pregiudicare i diritti di proprietà intellettuale
- La comunicazione possa pregiudicare un progetto di acquisizione di una partecipazione di maggioranza in un altro soggetto
- Una autorità ha subordinato l'autorizzazione di una operazione straordinaria all'adempimento di determinate condizioni

Ritardo «generale»- effetto fuorviante secondo l'ESMA

- Quando l'informazione privilegiata oggetto del ritardo:
 - è significativamente differente da un precedente annuncio pubblico dell'emittente su una questione alla quale l'informazione privilegiata si riferisce
 - ha a oggetto il mancato raggiungimento degli obiettivi finanziari dell'emittente (o del gruppo) qualora tali obiettivi siano stati previamente pubblicamente annunciati
 - è in contrasto con le aspettative di mercato, qualora tali aspettative siano basate su segnali preventivamente dati dall'emittente

Ritardo «generale» - Novità

- Individuazione della **funzione competente** per
 - Decidere sul ritardo delle informazioni
 - Individuare le ragioni del ritardo
 - Redigere il rapporto da trasmettere all'autorità competente
 - Dati societari / identità del soggetto notificante / contatti del soggetto notificante / identificazione dell'informazione privilegiata / data e ora della comunicazione al pubblico / data e ora della decisione di ritardo / identità dei responsabili della decisione di ritardo
 - Decidere il momento in cui procedere alla diffusione (*rumors?*)

Ritardo «generale» - Novità

- Obbligo di **notifica** del ritardo alle autorità competenti al momento della disclosure

(**ex post** vs. solo su richiesta ove previsto)
- Utilizzo di strumenti tecnici che assicurino l'accessibilità, la leggibilità e la conservazione su supporto durevole delle informazioni concernenti il ritardo (registro?)

Il ritardo «speciale»

- Al fine di salvaguardare la **stabilità del sistema finanziario**, un **ente creditizio** o un **istituto finanziario** può ritardare sotto la sua responsabilità, la diffusione di informazioni privilegiate (problema temporaneo di liquidità con necessità di ricevere temporanea liquidità da banca centrale/prestatore di ultima istanza qualora siano soddisfatte talune condizioni)

Il ritardo «speciale» (2)

- Condizioni per il ritardo «speciale»:
 - La comunicazione delle informazioni privilegiate comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario
 - È nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione
 - È possibile garantire la riservatezza delle informazioni
 - L'autorità competente ha autorizzato il ritardo sulla base del fatto che le condizioni precedenti sono rispettate

Il ritardo «speciale» (3)

- Richiesta scritta di autorizzazione **ex ante** per ritardare la diffusione di informazioni
- Obbligo di comunicazione di nuove informazioni che possono influenzare la decisione dell'autorità competente
- Decisione scritta dell'autorità competente:
 - Autorizzazione ⇨ ritardo nella comunicazione
 - Diniego dell'autorizzazione ⇨ comunicazione immediata

Rumors

- Confermata la mancanza di obbligo di commentare i rumors
- Verificare la necessità o l'opportunità di informare il pubblico sulla veridicità delle notizie di dominio pubblico integrandone e correggendone, ove necessario, il contenuto al fine di ripristinare condizioni di correttezza informativa

Condotte illegittime

- ❑ Abuso di informazione privilegiata
 - uso di tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono.
 - l'uso di dette informazioni tramite annullamento o modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario al quale le informazioni si riferiscono quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso delle informazioni privilegiate
- ❑ Comunicazione a terzi di informazioni privilegiate

Condotte illegittime (2)

- Elemento Soggettivo dell'abuso di informazione privilegiata
 - 1) membro di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente;
 - 2) chi ha una partecipazione al capitale dell'emittente;
 - 3) chi ha accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione;
 - 4) qualsiasi persona che sa o dovrebbe sapere che le informazioni in suo possesso sono privilegiate.

Condotte legittime

- Dal semplice possesso di informazioni privilegiate non si desume l'abuso in sede di acquisizione o cessione di strumenti finanziari qualora:
 - La persona giuridica abbia adottato **adeguate procedure** interne
 - Abbia eseguito ordini di terzi nell'ambito della propria **professione**
 - Stia assolvendo un obbligo giunto a **scadenza** (ma sorto prima della conoscenza dell'informazione privilegiata)
 - Le usi al solo scopo di procedere all'OPA o alla fusione a condizione che al *closing* tutte le informazioni **perdano** il carattere privilegiato.
- Salvo sia accertato dall'autorità il motivo illegittimo

Condotte legittime (2)

- Comunicazione di informazioni privilegiate a un'altra persona durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione
 - Controparti negoziali
 - Banche finanziatrici
 - Agenzie di rating

Sanzioni

- Nuovo regime di sanzioni amministrative (Art. 30 MAR) e penali (MAD) in caso di non-compliance con le disposizioni in materia di gestione e comunicazione delle informazioni privilegiate
- Potestà sanzionatoria amministrativa attribuita alle autorità competenti designate dai singoli Stati Membri, chiamati a conferire i relativi poteri alle autorità competenti e ad adeguare il diritto nazionale
- Attuale regime sanzionatorio (TUF) sino alla completa implementazione e all'adeguamento della normativa nazionale.

Sanzioni – TUF (attuali)

□ *Abuso di informazioni privilegiate*

- reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni
- Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.
- la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

Sanzioni – MAR

- Specifiche sanzioni interdittive e sanzioni pecuniarie minime che ciascuna autorità competente dovrà poter adottare in ogni Stato Membro:

Obblighi	Sanzione pecuniaria massima persone fisiche	Sanzione pecuniaria massima persone giuridiche
Gestione e comunicazione informazioni privilegiate	€1.000.000	€2.500.000 o 2% del fatturato totale annuo risultante dall'ultimo bilancio
Registro insiders e internal dealing	€500.000	€1.000.000

Sanzioni - MAD

- Regime sanzionatorio minimo (Art. 7 MAD) per le persone fisiche:
 - *Trading, Tayautage e Manipolazione del mercato: «punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro»*
 - *Tipping: «punibile con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due»*
- Specifiche sanzioni per le persone giuridiche nel caso di commissione del reato a loro vantaggio (Artt. 8 – 9 MAD):
 - Sanzioni penali pecuniarie
 - sanzioni interdittive

Profili applicativi

Processo di identificazione dell'informazione privilegiata

□ Esempi di Informazioni Privilegiate per emittenti strumenti di equity:

- connesse alle e contenute nel **bilancio**, relazioni **semestrali** o ai dati economico-patrimoniali riferibili a periodi intermedi
- coincidenti con o derivate dai dati **previsionali** (budget, previsioni, piani, anche relativi a singole divisioni)
- relative a vicende riguardanti gli **organi di amministrazione, direzione e controllo**
- relative all'attività delle società del gruppo o a operazioni societarie di carattere **straordinario**, ove rilevanti per la Società
- relative a **contenziosi** significativi
- variazione del **controllo** o variazioni rilevanti della struttura organizzativa

Processo di identificazione dell'informazione privilegiata (2)

□ Esempi di Informazioni Privilegiate per emittenti strumenti di equity:

- partecipazione alla **costituzione di società e ad accordi di joint venture** in genere;
- acquisto, vendita e dismissione di **partecipazioni, aziende** e rami di azienda;
- avvio e stipula di accordi di collaborazione o di partecipazione con terzi aventi rilevanza **strategica**;
- contratti di **finanziamento** attivi ed emissione di prestiti obbligazionari;
- progetti di **investimento** specifici;
- riassetti e **ristrutturazioni** societarie anche attraverso operazioni di fusioni/scissioni, operazioni sul capitale;
- qualsiasi tappa intermedia dei processi sopra descritti.

Processo di identificazione dell'informazione privilegiata (3)

□ Esempi di Informazioni Privilegiate per emittenti strumenti di debito:

- le circostanze che possono avere un impatto sulla **capacità dell'emittente** di far fronte ai propri obblighi (tra cui il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi);
- un significativo miglioramento della situazione finanziaria dell'emittente che **riduce il rischio di inadempimento** dell'emittente, come un aumento di capitale sociale;
- una riduzione significativa della situazione finanziaria dell'emittente che **aumenta il rischio di inadempimento** dell'emittente, come l'incremento del debito di una controllata rilevante;
- accordi e transazioni che possano avere un impatto sulla **capacità di credito** dell'emittente.

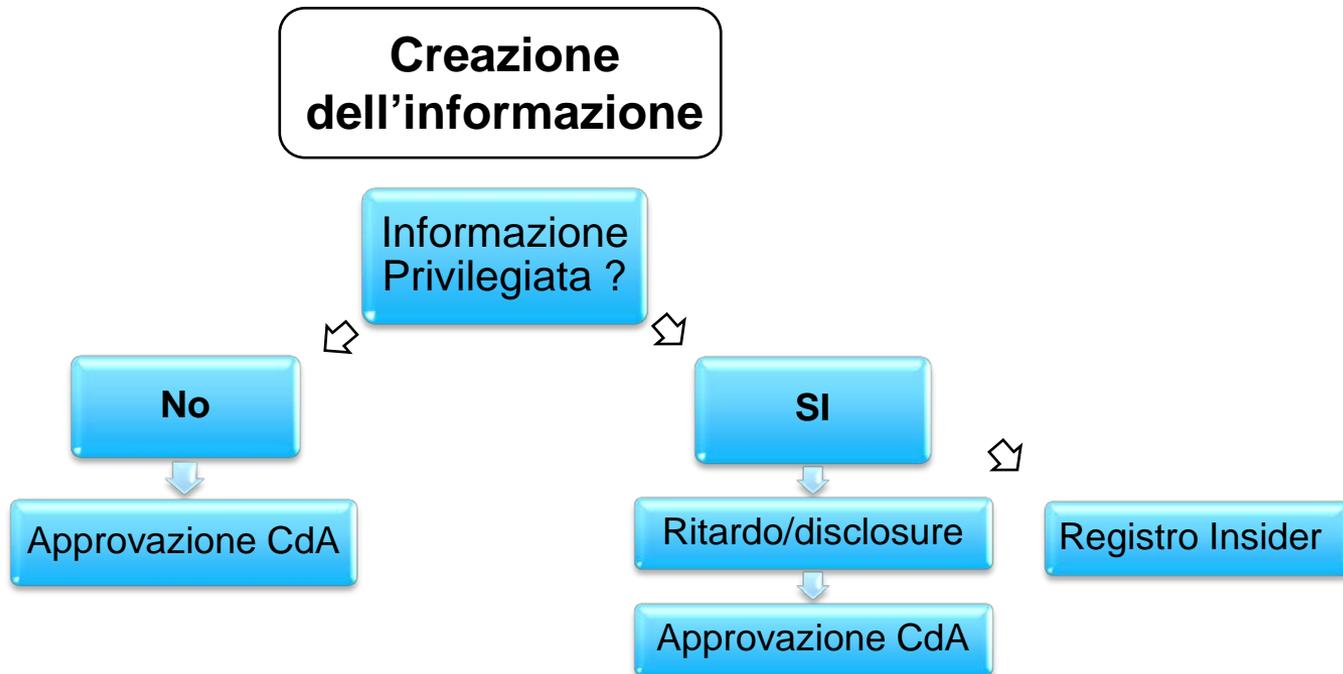
Processo di identificazione dell'informazione privilegiata – Fase Intermedia

Test dell'investitore ragionevole applicato alle fasi intermedie di un processo prolungato

Francia	Fase preparatoria di operazioni di M&A, DCM o ECM rileva solo ove:
Germania	(a) esista una accordo sui punti chiave o
Italia	(b) vi sono indici del fatto che in ogni caso le parti sono intenzionate a effettuare l'operazione
UK (Olanda)	Intepretazione più estesa: un investitore ragionevole considera qualsiasi informazione indipendentemente dal possibile impatto sul prezzo (caso <i>Massey v FSA</i>), con sostanziale perdita di significato del test

Semestrale

- Valutazione della natura di informazione privilegiata dei dati inclusi nella semestrale



Profit Warning

- ❑ Revisione al ribasso delle stime di utile precedentemente comunicate al mercato
- ❑ Obbligo di disclosure «quanto prima possibile» della informazione prima della pubblicazione dei dati contabili
- ❑ Reazioni di c.d. *sell-off* o *panic selling* ed elevata volatilità del titolo

Q&A

Relatori



Michael S. Immordino

Partner, Milan, London

T: +44 20 7532 1399/+39 02 00688300

M: +44 7785 294 287

E: michael.immordino@whitecase.com



Ferigo Foscari

Partner, Milan

T: +39 02 00688 320

M: +39 348 5842428

E: ferigo.foscari@whitecase.com



Piero de Mattia

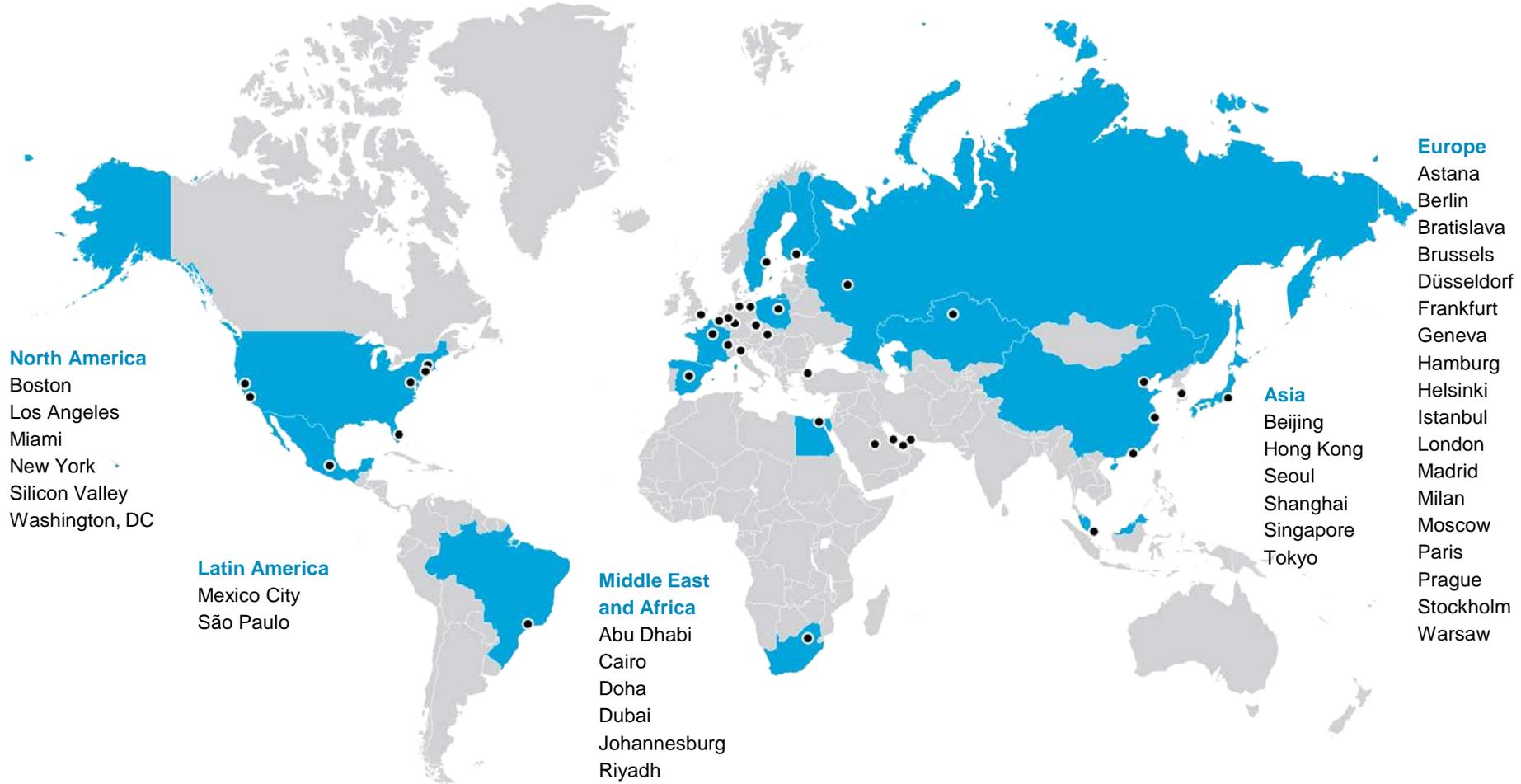
Associate, Milan

T: +39 02 00688 360

M: +39 342 9963288

E: piero.demattia@whitecase.com

White & Case



Grazie