Riflessioni sulla MAR a seguito dell'approvazione delle linee guida Consob

Relatori



Ferigo Foscari Partner, Milan

T +39 02 00688 320 M +39 348 5842 428

E ferigo.foscari@whitecase.com



Piero de Mattia Local Partner, Milan

T +39 02 00688 360 M +39 342 996 3288

E piero.demattia@whitecase.com



Robert Becker Associate, Milan

T +39 02 00688 336 M +39 342 3920005

E robert.becker@whitecase.com



Andrea Pretti Associate, Milan

T +39 02 00688 386 M +39 344 0487629

E vandrea.prettiwhitecase.com

Indice

| | Pag. |
|---------------------------------|------|
| Modifiche ai Regolamenti Consob | 4 |
| Linee Guida Consob | 8 |
| Profili applicativi | 19 |

MAR - Attuazione in Italia

Normativa primaria

 Legge di delegazione europea 2016-2017 (L. 163/2017) delega al Governo il compito di adeguare la normativa primaria interna (TUF) alla MAR e al relativo regime sanzionatorio

Normativa secondaria

- Delibera Consob n. 19925/2017 di implementazione MAR
- Regolamento Emittenti, Regolamento Mercati e OPC

Soft law

- Linee Guida sulla Gestione delle Informazioni Privilegiate
- Linee Guida sulle Raccomandazioni di Investimento

Modifiche ai Regolamenti Consob

Principali modifiche ai regolamenti

- Consob ha modificato i regolamenti di attuazione del TUF abrogandone le disposizioni che risultavano essere in contrasto con la MAR
 - individuazione delle informazioni privilegiate e di ritardo
 - diffusione di dati previsionali e obiettivi quantitativi
 - in materia di Insider List
- Eliminati gli obblighi di comunicazione relativi alle operazioni su azioni quotate emesse da società controllate dall'emittente

Principali modifiche ai regolamenti (2)

- Due distinti regimi di comunicazione Internal dealing
 - Confermati gli obblighi di comunicazione degli azionisti > 10% e di controllo
 - Comunicazione degli azionisti rilevanti nei 15 giorni del mese successivo
 - Facoltà di delegare all'emittente la notifica alla Consob delle operazioni compiute
- Elevata la soglia sia per i Manager che per gli Azionisti Rilevanti a Euro 20.000
 - per i soli Azionisti Rilevanti, successivamente ad ogni comunicazione non sono comunicate le operazioni il cui importo complessivo non raggiunga un controvalore di ulteriori Euro 20.000 entro la fine dell'anno

Principali modifiche ai regolamenti (3)

- I blackout period (o closed period) si applicano a tutti i rapporti finanziari annuali o intermedi che devono essere redatti in applicazione delle regole proprie della sede di negoziazione
 - non si applicano a resoconti intermedi pubblicati su base volontaria
 - si applica solo alla data di pubblicazione dei dati c.d. preliminary e non di quelli definitivi
 - Focus: Emittenti STAR e obbligo di pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive (Art. 2.2.3 Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.)

Linee Guida Consob

Linee Guida Consob

- Linee Guida sulla Gestione delle Informazioni Privilegiate
- Valore di comunicazioni di carattere generale
- Non obbligatorietà nei confronti degli emittenti (benchmark?)

Gestione delle informazioni privilegiate – Nuovi presidi organizzativi

- Funzione Gestione delle Informazioni Privilegiate («FGIP»)
 - Evidenza delle analisi svolte per addivenire ad una valutazione sulla natura privilegiata delle informazioni
 - Rapporti con Funzioni Organizzative Competenti Informazioni Privilegiate
- Funzioni Organizzative Competenti Informazioni
 Privilegiate («FOCIP»)
 - Trattazione e gestione delle informazioni rilevanti o privilegiate

Gestione delle informazioni privilegiate – Nuovi presidi organizzativi (2)

□ Relevant Information List («RIL») o Watch List

- Monitoraggio delle specifiche informazioni rilevanti
- Matrice per la mappatura delle informazioni rilevanti

Info Room

- Nuovo strumento di coordinamento strutturato composto dalle FOCIP interessate nella gestione delle relative informazioni rilevanti o privilegiate
- Supporto nell'individuazione del momento in cui un'informazione rilevante diviene privilegiata e nella decisione in merito alla tempistica di pubblicazione delle informazioni privilegiate
- Esperienza USA: Disclosure Committees

Flussi di informazioni privilegiate

- Individuazione e monitoraggio delle informazioni rilevanti
- Adeguatezza della mappatura delle informazioni rilevanti
 - Predisposizione
 - Adeguatezza e aggiornamento
- «Informazioni rilevanti» e «specifiche informazioni rilevanti»
 - Singole informazioni che rientrano nei tipi di informazioni rilevanti e che, a giudizio dell'emittente, risultano effettivamente rilevanti in quanto possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata

Matrice per la mappatura delle informazioni rilevanti

| Matrice A - Mappatura Informazioni Rilevanti / Funzioni Organizzative Competenti (FOCIP) | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|--------------------------|-------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-----------|------------|--------------------|--------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------|-------------------|----------------|------------------|
| Tipo di informazione rilevante | Amministratori Deleganti | Amministratore Delegato | Collegio Sindacale | Direzione Generale | Divisione Vendite | Divisione Acquisti | Marketing | Produzione | Ricerca e Sviluppo | Dirigente Preposto (CFO) | - Amministrazione e Finanza | - Contabilità Generale | Controllo di Gestione | Consulenza Legale | Internal Audit | Investor Relator |
| Assetti proprietari | | x | | x | | | | | | х | x | | | x | | x |
| Composizione del management | x | х | | X | | | | | | x | X | | | | | x |
| Attività dei revisori | | x | х | x | | | | | | x | x | X | x | X | X | x |
| Operazioni sul capitale | x | х | x | x | | | | | | x | x | X | X | X | X | x |
| Emissione strumenti finanziari | x | x | x | x | | | | | | x | x | | | x | x | x |
| Acquisizioni, fusioni, scissioni, ecc. | x | x | x | x | x | x | x | x | | x | x | x | x | x | | x |
| Ristrutturazioni e riorganizzazioni | x | x | х | x | х | x | x | x | x | x | x | x | x | x | x | x |
| Operazioni su strumenti finanziari | | x | | x | | | | | | x | x | | | x | x | х |
| *** | *** | *** | *** | *** | ••• | | **** | *** | *** | • • • | *** | *** | *** | | *** | *** |

Flussi di informazioni privilegiate - casi

- Consob ha individuato alcuni esempi dei principali flussi di specifiche informazioni rilevanti
- Operazioni straordinarie e informazioni privilegiate
- Assetti proprietari
- Piani di incentivazione del management
- Operazioni sul capitale (aumenti, riduzioni, etc.)
- Emissione di strumenti finanziari
- Operazioni su strumenti finanziari
- Circostanze che impattano sulla capacità di far fronte ai propri obblighi (tra cui il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi)

- Procedure concorsuali
- Operazioni di M&A (acquisizioni, fusioni, scissioni, riorganizzazioni, etc.)
- Acquisto o vendita di asset
- Modifica dei piani di investimento
- Policy di distribuzione di dividendi
- Miglioramenti/peggioramenti della situazione finanziaria

Segregazione di informazioni privilegiate

- Informazione rilevante Informazione privilegiata
- Misure (barriere) volte a segregare l'informazione privilegiata o evitare che abbiano accesso all'informazione privilegiata soggetti che non hanno necessità di conoscere tale informazione
- Insider List
 - Apertura Insider List e ritardo
 - Insider List dell'emittente e dei soggetti terzi che lavorano in nome e per conto dell'emittente
 - Modalità di iscrizione dei soggetti terzi che lavorano in nome e per conto dell'emittente

Ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate - casi

- Conduzione di trattative relative a operazioni di M&A, il cui esito sarebbe compromesso dalla immediata disclosure
- Possibile pregiudizio per la sostenibilità finanziaria dell'emittente
 - Risanamento finanziario a «breve» e «lungo» termine
- Assunzione di decisioni o stipulazione di contratti che necessitano dell'approvazione di un altro organo dell'emittente (diverso dall'assemblea)
 - Sistema dualistico / Sistema monistico e tradizionale

Ritardo nella comunicazione delle informazioni privilegiate – casi (2)

- Pianificazione di acquisto o vendita di partecipazioni rilevanti
 - Differenza con le negoziazioni in corso include i casi in cui il piano è stato deciso ma non sono ancora iniziate le negoziazioni
- Operazioni soggette ad approvazione di autorità pubbliche
 - In caso di OPA / operazioni di M&A il legittimo interesse:
 - Non si riferisce all'annuncio stesso dell'OPA o delle operazioni di M&A
 - Si riferisce solo alle effettive condizioni che le autorità possono imporre dopo l'annuncio dell'operazione

Comunicazione delle informazioni privilegiate

- Modalità di trasmissione del comunicato stampa
 - SDIR, ovvero
 - Media (almeno 3 di cui 2 a diffusione nazionale)
 - Indicazione della natura di «informazione privilegiata» solo nell'oggetto del mezzo elettronico utilizzato per la trasmissione ai media (e non nel testo del comunicato stampa)
 - Monitoraggio della pubblicazione
- Best practices nella gestione del sito internet dell'emittente

Profili applicativi

Processo di identificazione dell'informazione privilegiata

«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»



Carattere preciso

influenza significativa

Test di rilevanza 50%+1

Condizioni minime distinte

Corte di Giustizia dell'Unione Europea: caso Geltl v Daimler Opinion dell'Avvocatura Generale francese: caso Lafonta v AMF

 $\hat{\mathbf{t}}$

magnitudo non può compensare

Rigettato il **test della magnitudo**: secondo cui la precisione è definita sulla base delll'effetto atteso sui prezzi (accolto dall'*Advocate General Mengozzi*), per mancanza di supporto del dettato normativo

Test
dell'investitore
ragionevole

direzione dei prezzi Irrilevante

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 | Intepretazione più estesa: un investitore ragionevole considera | | | | | |
| (Olanda) | qualsiasi informazione indipendentemente dal possibile impatto sul prezzo (caso <i>Massey v FSA</i>), con sostanziale perdita di significato del test | | | | | |

A) 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

A) Profit Warning - case study

 Gennaio 2013 - SAIPEM annuncia una contrazione dell'EBIT pari a circa 6% rispetto a quanto già annunciato al mercato, che causa elevata volatilità del titolo



B) Rumors e Ritardo

- Possibile incidenza dei rumors di mercato sull'andamento del titolo
- Inesistenza di obblighi normativi di commento di eventuali rumors di mercato
- Necessità di operare una valutazione caso per caso sull'opportunità di commentare i rumors: se riguardano una informazione per la quale l'emittente sta operando il ritardo, i rumors sono indice della violazione della riservatezza e la disclosure è necessaria.

La società Alfa intende conquistare un miglior posizionamento sul proprio mercato di riferimento e, a tal fine, intende procedere all'acquisizione di una società concorrente, la cui realizzazione è stata condizionata dall'Agcm alla contestuale dismissione di alcune partecipazioni in società controllate da Alfa. Con l'obiettivo di non pregiudicare la finalizzazione dell'operazione, in considerazione delle condizioni poste dall'Agcm, Alfa decide di ritardare la comunicazione dell'operazione.

B) Rumors e Ritardo (2)



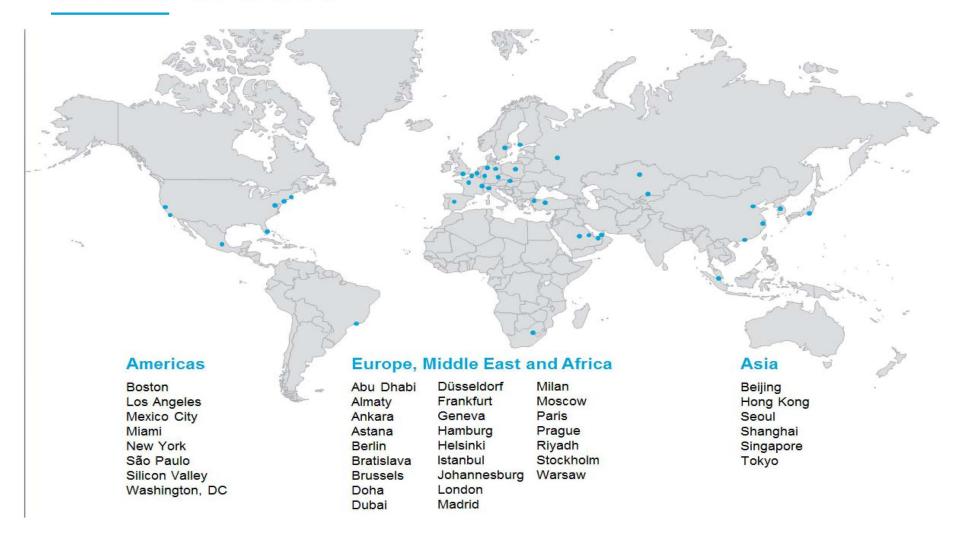
Rialzo del titolo Alfa in conseguenza dei rumors

B) Rumors e Ritardo (3)

In considerazione della significativa incidenza dei rumors sull'andamento del titolo di Alfa e del venir meno dei presupposti che giustificano l'esercizio del ritardo della comunicazione relativa all'operazione di acquisizione, Alfa effettua «quanto prima possibile» la disclosure delle informazioni oggetto di ritardo

Q&A

White & Case



Grazie