



Guida all'informativa societaria per le Società quotate

 Academy

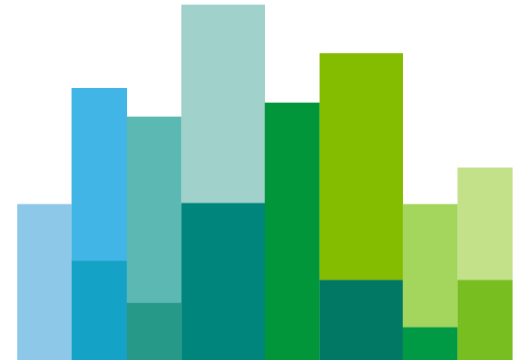
 Euronext
CORPORATE SERVICES

6 Maggio 2024

Inquadramento **normativo** sull'informativa **societaria**

Prof. Avv. Salvatore Providenti

Socio Carbonetti e Associati



Definizione e classificazione di informativa societaria

Con la locuzione informativa societaria è possibile intendere quel complesso di norme che impongono alle società ed ai loro organi interni obblighi di informazione e comunicazione sulle vicende e sulla contabilità delle società stesse.

Le fonti dell'informativa societaria: normativa comunitaria e nazionale di riferimento

- Disciplina di origine UE
 - Transparency Directive (Direttiva n. 2004/109/CE ss.mm.ii.)
 - Market Abuse Regulation (Regolamento (UE) n. 596/2014)
 - Prospectus Regulation (Regolamento (UE) n. 2017/1129)
 - Shareholder Right II Directive (Direttiva (UE) n. 2017/828)
- D.lgs. N. 58 del 1998 (Testo Unico della Finanza)
- Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 ss.mm.ii. (Regolamento Emittenti)
- Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.p.A.

Segue...

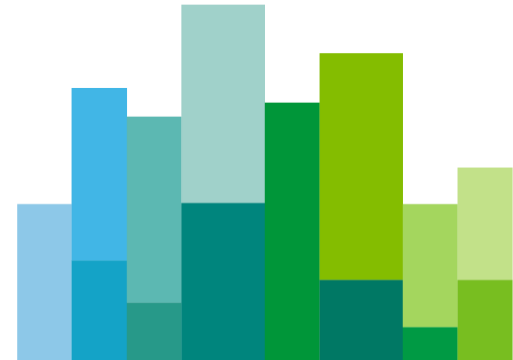
I vari tipi di informazione societaria:

- Art. 91 del TUF (principi generali);
- La trasparenza (art. 114 del TUF):
 - Comunicati “*price sensitive*” e prevenzione abusi di mercato;
 - Informazione contabile periodica;
 - Informazione su operazioni straordinarie e simili (quinto comma e regolamento emittenti) quali i documenti informativi su fusioni, scissioni, acquisizioni, cessioni e operazioni con parti correlate;
 - Informazione per l’esercizio di diritti (ad esempio pre-assembleare);
 - Informazione occasionale su richiesta Consob;
 - Trasparenza degli assetti proprietari.

Le informazioni privilegiate e la disciplina MAR

Prof. Avv. Salvatore Providenti

Socio Carbonetti e Associati



La disciplina del Market Abuse (MAR) nelle sue componenti principali

La Market Abuse Regulation (Regolamento UE n.596/2014 - «**MAR**») è la fonte prima in tema di abusi di mercato.

La MAR si applica con riferimento ai seguenti strumenti:

- strumenti finanziari negoziati nelle *trading venues* dell'Unione Europea (mercati regolamentati, MTF e OTF);
- altri strumenti finanziari (ad es., *credit default swaps* e *contracts for difference*) il cui prezzo o valore dipende da, o influenza quelli di, strumenti negoziati nelle *trading venues*;
- mercati delle quote di emissione.

Ai sensi della MAR rileva ogni condotta relativa agli strumenti finanziari rilevanti indipendentemente dal fatto che sia tenuta in una *trading venue* o fuori mercato (ad es., manipolazione del mercato anche attraverso operazioni OTC).

La definizione di informazione privilegiata contenuta nella MAR

Ai sensi dell'art. 7, comma 1, della MAR l'informazione privilegiata è «*un'informazione avente un **carattere preciso**, che **non è stata resa pubblica**, **concernente**, **direttamente o indirettamente**, **uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari**, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un **effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati**».*

Segue...

In forza della richiamata definizione, affinché una informazione possa configurarsi privilegiata è, pertanto, necessaria la coesistenza delle seguenti quattro condizioni:

- i. afferire **direttamente (o anche indirettamente)** l'emittente o gli strumenti finanziari;
- ii. non essere stata resa **pubblica**;
- iii. avere carattere **preciso** ;
- iv. essere **materiale**, cioè, qualora resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari.

Segue... il requisito della «precisione»

Quanto al requisito della “**precisione**”, lo stesso art. 7 (para. 2) della MAR chiarisce che *“un’informazione ha un carattere preciso se essa fa 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”* nonché *“se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari [...]”*.

Il carattere “preciso” è soddisfatto se le circostanze o eventi futuri, a seguito di una valutazione globale degli elementi già a disposizione, appaiono probabili nella loro realizzazione, e se l’informazione è **specific**a, vale a dire tale da consentire a un investitore ragionevole una scelta di investimento priva di rischi o con rischi esigui in quanto è possibile stimare con sufficiente fiducia come l’informazione, una volta resa pubblica, influenzerebbe il prezzo dei relativi strumenti finanziari.

Segue... il requisito della «materialità»

Quanto invece al requisito della “**materialità**”, un’ *“informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari [...]”* si intende “*un’informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento*”.

In tal senso, l’informazione (dotata sia di specificità che di materialità) deve quindi essere tale da poter essere oggetto di immediato sfruttamento sul mercato, il che avviene, ad esempio, quando è probabile che al momento della sua pubblicazione i partecipanti al mercato opererebbero sulla base della stessa.

Segue... Le tappe intermedie

Può esserci l'informazione privilegiata anche se l'evento è una tappa intermedia di un processo prolungato ma soltanto se la tappa intermedia presenta autonomamente tutte le caratteristiche suddette e dunque, fra l'altro, la precisione e la materialità.

Solo in presenza di tali condizioni ciascuna fase del processo, come pure l'insieme del processo, possono costituire un'informazione privilegiata e pertanto in ogni fase di tale processo potrebbe sorgere l'obbligo di comunicare al pubblico l'informazione privilegiata.

Tale aspetto costituisce uno dei punti di più difficile gestione delle *inside information*.

La gestione e comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate

«L'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente. L'emittente garantisce che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico e, se del caso, nel meccanismo ufficialmente stabilito di cui all'articolo 21 della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. L'emittente non deve coniugare la comunicazione di informazioni privilegiate al pubblico con la commercializzazione delle proprie attività. L'emittente pubblica e conserva sul proprio sito per un periodo di almeno cinque anni tutte le informazioni privilegiate che è tenuto a comunicare al pubblico.» (art. 17, para 1, MAR)

Possibilità del ritardo

Rinvio ad intervento successivo

La *disclosure* dell'informazione *price sensitive* al mercato potrà essere ritardata solo laddove siano soddisfatte – cumulativamente – le condizioni stabilite dall'art. 17(4) MAR, ossia quando (i) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente; (ii) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico; e (iii) l'emittente è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni.

Grande rilievo ha in questo caso il Registro Insider o Insider List e la conservazione delle ragioni del ritardo che potranno poi essere richieste dall'Autorità.

Linee Guida Consob

Le **Linee Guida Consob** sulla «gestione delle informazioni privilegiate» dell'ottobre 2017 sono un importante ausilio nella definizione del processo e delle conseguenti procedure attuative volti ad applicare le disposizioni normative e regolamentari previste in materia di Market Abuse, fornendo altresì dei modelli su cui gli emittenti possono basarsi.

Segue...

Le Linee Guida Consob forniscono delle indicazioni operative di dettaglio utili alla migliore attuazione della MAR, permettendo una migliore comprensione da parte dei destinatari dei chiarimenti forniti dalla Consob e degli Orientamenti pubblicati dall'ESMA.

In particolare, le Linee Guida Consob favoriscono una maggiore chiarezza per la:

- Definizione del processo da adottare nella gestione delle informazioni;
- Qualificazione di una informazione in «privilegiata».
- Tenuta della «Insider List» e gestione dell'eventuale ritardo

Su tale ultimo punto, risulta molto utile per gli emittenti l'elenco esemplificativo inserito nelle Linee Guida Consob, nel quale sono elencati alcuni argomenti le cui informazioni potrebbero risultare qualificate. Ad esempio: assetti proprietari; composizione del *management*; operazioni sul capitale; contenzioso legale; variazioni dei risultati contabili di periodo attesi; etc.

Segue...

Le indicazioni contenute nelle Linee Guida Consob sono suddivisibili in due categorie:

- le indicazioni di carattere cogente trasposte dalle disposizioni di MAR, degli atti di secondo livello (regolamenti esecutivi e delegati), le relative indicazioni di natura interpretativa fornite in sede europea (ad esempio, le Q&A ESMA), nonché le disposizioni nazionali altre disposizioni previste in ambito, contrassegnate dal simbolo 
- le indicazioni di carattere non cogente e fornite dalla Consob, contrassegnate dal simbolo 

Tra le indicazioni di carattere cogente vi rientrano, a titolo esemplificativo, quelle relative alla qualificazione di un'informazione in privilegiata o alla tenuta del Registro Insider. Invece, le indicazioni di carattere non cogente solitamente sono delle esplicitazioni rese dalla Consob per rendere maggiormente agevole agli operatori conformarsi alla disciplina in ambito MAR. Tra questi, ad esempio vi rientra l'elenco sui tipi di informazioni privilegiate che potrebbero interessare un emittente.

Alcuni aspetti delle Linee Guida Consob

Tra le indicazioni di carattere non cogente, le Linee Guida Consob, alla sezione 3, stabiliscono che l'emittente deve individuare e monitorare i tipi di **informazioni rilevanti**, ossia quei tipi di informazioni che l'emittente ritiene rilevanti, in quanto relativi a dati, eventi, progetti o circostanze che riguardano direttamente l'emittente stesso e che in un secondo momento possono in un assumere natura privilegiata.

Da queste si differenziano le **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.

L'Emittente istituisce ed aggiorna un registro con le specifiche informazioni rilevanti (la c.d. RIL) come strumento preordinato alla rilevazione del passaggio dell'informazione a privilegiata.

Altre Linee Guida ed Istruzioni

Esma e Borsa Italiana

Particolare rilievo assumono, visto il livello direttamente europeo della normativa applicabile, le Q&A ESMA sulla MAR del 25.11.2022 che al Par. 5 esaminano diversi profili del tema della trasparenza delle informazioni privilegiate.

Di particolare interesse, ad esempio, le risposte 5.11 (sul tema della guidance) e 5.12 (sul tema delle aspettative del mercato e del consensus).

Un ulteriore strumento di grande utilità sono le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. che, al par. IA.2.6, contengono gli schemi di comunicato price sensitive.

I sistemi di diffusione e di stoccaggio delle informazioni regolamentate

L'adempimento dell'obbligo di diffusione delle informazioni privilegiate e delle altre informazioni regolamentate sono disciplinate dagli artt. da 65-*bis* a 65-*undecies* del Regolamento Emittenti Consob, che prevedono, oltre alla pubblicazione sul sito internet, la diffusione di tali informazioni attraverso i meccanismi di SDIR e stoccaggio delle informazioni.

Con riferimento al meccanismo di SDIR, questo opera nel seguente modo:

- La società emittente trasmette l'informazione allo SDIR;
- Lo SDIR comunica al gestore del mercato e alla Consob l'informazione regolamentata e trasmette tale informazione alle agenzie di stampa. Da tale momento l'informazione si ritiene diffusa.

In Italia risultano autorizzati da Consob a svolgere tale servizio solo due soggetti: eMarket Storage, gestito da Teleborsa, e 1Info, gestito da Computershare.

Differenze di disciplina fra gli emittenti con azioni in mercati regolamentati e non regolamentati

Tra le società con azioni negoziate nei mercati multilaterali di negoziazione e società con azioni negoziate nei mercati regolamentati sussistono notevoli differenze di disciplina **che però non riguardano allo stato la disciplina sugli abusi di mercato e le informazioni privilegiate**

Per le società le cui azioni sono negoziate negli MTF non trova applicazione la disciplina delle società con azioni quotate, le quali soltanto sono caratterizzate da regole speciali sia di trasparenza sia di governo societario e tutela dei diritti dei soci che le rendono una sorta di tipo a sé.

Segue...

Difatti, alle società con azioni trattate su MTF non si applica, salvo quanto previsto in via statutaria dai Regolamenti per EGM adottati da Borsa Italiana:

- i. l'obbligo di prospetto di quotazione;
- ii. l'obbligo di offerta pubblica di acquisto in caso di cambio del controllo;
- iii. gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti;
- iv. i requisiti specifici in materia di governance e peculiari prerogative per i soci di minoranza (ad esempio di eleggere loro rappresentanti negli organi sociali).

Ed ancora le società con i titoli trattati nei sistemi multilaterali non sono “enti di interesse pubblico” o “enti in regime intermedio” in base alla disciplina sulla revisione contabile dettata dal D.Lgs. n. 39/2010.

Novità in tema MAR

È attualmente in corso un processo di revisione delle principali fonti normative di origine europea che disciplinano le società quotate (il c.d. «Listing Act»).

Il listing Act è volto a rendere i mercati di capitali maggiormente attrattivi per le imprese dell'UE e far diventare più facile per le aziende di tutte le dimensioni - comprese le PMI - far ammettere alle negoziazioni i propri titoli sulle borse europee, per tali intendendosi sia i mercati regolamentati sia i MTF («**Listing Act**»).

In dettaglio, sono interessati dalle proposte di modifica il Regolamento (UE) 1129/2017 («**Regolamento Prospetto**») relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, il Regolamento (UE) 596/2014 relativo gli abusi di mercato («**MAR**»); il Regolamento (UE) 600/2014 e la Direttiva (UE) 65/2014 sui mercati degli strumenti finanziari (rispettivamente «**MiFIR**» e «**MiFID II**»).

Segue...

Tra le altre, le novità di maggior rilievo che andranno ad interessare la MAR sono relativa alla gestione delle informazioni privilegiate.

Difatti, con riferimento ai processi prolungati, nel Listing Act è prevista una modifica della MAR secondo la quale l'emittente dovrà comunicare solo l'evento finale e non le tappe intermedie del processo prolungato, che pure rimarrebbero informazione privilegiata (il che sembrerebbe aprire la strada ad un dualismo di nozioni tra presupposti del divieto di abuso di informazioni privilegiate o insider trading e dell'obbligo di informazione al mercato).

Vi potrebbe essere anche una semplificazione di uno dei presupposti del ritardo (fuorvianza per il mercato).

Inoltre, per i soli emittenti su MTF, vi potrebbe essere una semplificazione in ordine all'onere di tenuta del registro e alla conservazione della motivazione scritta del ritardo che potrebbe essere redatta soltanto se richiesta dall'Autorità.

Sono previsti 18 mesi per il recepimento.

Sanzioni in materia di Market Abuse (brevi cenni)

Per la violazione delle disposizioni della MAR sono previste delle sanzioni (penali e amministrative) che possono essere classificate come di seguito:

- L'abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita di informazioni privilegiate;
- La manipolazione del mercato;
- Le altre violazioni della MAR (relativa alla violazione in merito a: i) alla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate; alla Insider List; - alle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione).



This publication is for information purposes only and is not a recommendation to engage in investment activities. This publication is provided “as is” without representation or warranty of any kind. Whilst all reasonable care has been taken to ensure the accuracy of the content, Euronext does not guarantee its accuracy or completeness. Euronext will not be held liable for any loss or damages of any nature ensuing from using, trusting or acting on information provided. No information set out or referred to in this publication shall form the basis of any contract. The creation of rights and obligations in respect of financial products that are traded on the exchanges operated by Euronext’s subsidiaries shall depend solely on the applicable rules of the market operator. All proprietary rights and interest in or connected with this publication shall vest in Euronext. No part of it may be redistributed or reproduced in any form without the prior written permission of Euronext. Euronext refers to Euronext N.V. and its affiliates. Information regarding trademarks and intellectual property rights of Euronext is located at www.euronext.com/terms-use

© 2022, Euronext N.V. - All rights reserved.