

**Prevenzione dei reati da abuso di informazioni privilegiate nei mercati finanziari: (market abuse) “I modelli organizzativi 1.231/01”, di Domenico Girasole, dottore in giurisprudenza, [dcirasole@hotmail.com](mailto:dcirasole@hotmail.com)**

## **Premessa**

Dall'esame della concreta *distribuzione dell'informazione e delle conoscenze sui mercati* emerge la necessità di un *sistema di valori* per un efficace funzionamento di un'autentica economia di mercato. ( codice etico)

Difatti un'informazione completa e simmetrica presenta tutte le caratteristiche di un *bene pubblico*: tutti la domandano, ma può esserci qualche difficoltà nella sua offerta, visto che al contrario l'informazione imperfetta ed asimmetrica può rendere convenienti i comportamenti sleali ed opportunistici.

Se la realizzazione d'atti illeciti, resa possibile da fallimenti del mercato nella distribuzione dell'informazione, viola il sistema delle regole e/o intacca l'asset fiducia, è minacciato il buon funzionamento del mercato stesso.

La *difesa della legalità* diviene un percorso attraverso cui esaltare il ruolo di un *minimo etico*.

Se la fiducia è il carburante che consente un migliore funzionamento dei mercati, la fonte di tale propellente va ricercata nella condivisione di valori comuni.

Dall'intreccio tra globalizzazione e “internet” nasce lo sviluppo della nuova economia via rete e presuppone che a ciascun utente, siano soddisfatti i principi d'efficienza, sicurezza, riservatezza, e vi è *perfetta informazione* per ogni operazione.

L'*informazione*, quindi, in un mercato sviluppato è un *bene economico* importante, cui corrisponde un *diritto di proprietà*.

E' naturale allora che si ponga un problema di tutela di questo diritto.

La presenza d'individui disinformati - dà luogo al massimo grado d'asimmetria informativa -.

Nei mercati è opportuno fronteggiare il cd. *monopolio dell'informazione*.

La CONSOB deve acquisire elementi informativi utili per verificare le eventuali violazioni, e prevenire ogni abuso d'informazioni.

In relazione alla materia dell'informazione al pubblico su eventi rilevanti la Consob, nel corso degli anni, ha formulato, su sollecitazione degli operatori, numerose comunicazioni contenenti chiarimenti sull'applicazione delle disposizioni di legge e di regolamento e ha adottato diverse raccomandazioni volte a garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati.

Ma a promuovere, specificamente, la diffusione di *modelli di responsabilità d'enti*, concorre per un verso la considerazione dell'impresa come luogo nel quale, attraverso il quale, e dal quale può prodursi un fenomeno di criminalità economica.

Si consideri, che il decreto legislativo 231/01 *introduce una tecnica di controllo della criminalità d'impresa o nuova per la nostra esperienza giuridica ed economica.*

*Infatti consente al giudice di intervenire non soltanto applicando sanzioni - idonee ad incidere sia sul patrimonio dell'ente, sia sulla sua capacità a stare sul mercato - ma anche verificando l'adeguatezza della sua struttura organizzativa, sotto il profilo della capacità dell'ente a sviluppare correttamente momenti di controllo interno, idonei ad eliminare il rischio della commissione di reati per i quali è prevista la relativa responsabilità.*

## **INFORMAZIONE PRIVILEGIATA**

Con il recepimento della Direttiva 2003/6/CE, il Titolo I-bis ha sostituito l'originario Capo IV ("Abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari") del D.Lgs. 58/1998 per effetto di quanto previsto all'art. 9.2, lett. a, L. 18 aprile 2005, n. 62.

La definizione d'informazione privilegiata posta in sede comunitaria dall'art. 1 della direttiva n. 89/592/CEE, ed ora riprodotta nella direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato, direttiva, quest'ultima, che, secondo quanto si legge nel «considerando» n. 44, «rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti ... dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea», la quale, all'art. 49, sancisce a sua volta i principi della legalità e proporzionalità dei reati e delle pene.

*L'informazione privilegiata è ...qualsiasi ...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.*

Un'informazione che se resa pubblica potrebbe *...influire in modo sensibile* sull'evoluzione e la formazione dei prezzi di un mercato regolamentato.

In quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi.

In relazione agli strumenti derivati su merci, s'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 conformemente a prassi sia messa comunemente a disposizione, o, è soggetta all'obbligo di divulgazione a norma di disposizioni legislative e regolamentari, nonché delle regole, dei contratti e degli usi vigenti sul mercato delle merci sottostanti o sul mercato dei derivati su merci degli utenti di tali mercati.

Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione d'ordini relativi a strumenti finanziari, per "informazione privilegiata" s'intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa d'evasione, che ha un carattere preciso 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.

Rientrano nel novero delle informazioni privilegiate non più solo i fatti accaduti nella sola sfera d'attività degli emittenti, ma bensì *qualsiasi, cioè tutte* le informazioni di carattere preciso concernenti sia gli stessi emittenti, che gli strumenti finanziari capaci di influenzare il prezzo di tali strumenti.

L'art. 114 del TUF indica in astratto i caratteri che qualificano un fatto come rilevante affidando in concreto ai soggetti interessati il compito di individuare i possibili eventi prices-sensitive.

In particolare, si ritiene che quando *sussistano ragionevoli dubbi* circa l'effettiva idoneità delle notizie ad influenzare sensibilmente l'andamento delle quotazioni gli emittenti ed i soggetti che li controllano debbano provvedere senza indugio ad informare il pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del regolamento emittenti.

Il nuovo testo dell'art. 114 del D.Lgs. 58/1998 disciplina , le modalità con le quali le informazioni privilegiate (e cioè quelle in linea di principio individuate all'art. 181 del D.Lgs. 58/1998) debbano essere comunicate al pubblico; al primo comma, è previsto un preciso obbligo per gli emittenti quotati e per i soggetti che li controllano di comunicare (prima era informare) al pubblico le informazioni privilegiate che concernono emittenti e società controllate, "*senza indugio*".

Il “*fatto rilevante*” è previsto dall’art. 114 del Testo Unico sulla Finanza e dall’art. 66 della Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.

Per quanto l’art. 114 TUF e l’art. 180, comma 3, non siano sistemi perfettamente sovrapponibili le clausole definitorie dell’informazione privilegiata impiegano elementi descrittivi del tutto analoghi, tali per cui si può certamente affermare che parte - se non tutte - le informazioni privilegiate tipizzate dall’art. 180, comma 3, siano anche oggetto dell’obbligo di comunicazione ai sensi dell’art. 114 TUF.

La comunicazione al pubblico - secondo le modalità previste - fa perdere alla notizia il requisito tipizzante dell’essere privilegiata ai sensi dell’art. 180, comma 3.

È considerata “*informazione riservata*” la conoscenza di: un progetto, una proposta, un’iniziativa, una trattativa, un’intesa, un impegno, un accordo, un fatto o un evento, anche se futuro e incerto, attinenti la sfera d’attività del Gruppo e delle società ad esso collegate, che non sia di dominio pubblico e che, se resa pubblica, potrebbe recare pregiudizio al Gruppo o costituire “*fatto rilevante*” ai sensi dell’art. 114 del Testo Unico sulla Finanza e dell’art. 66 della Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.

Sono altresì considerati “*riservati*” i dati contabili previsionali e quelli consuntivi, anche consolidati, della Società e delle società controllate, fino a che non siano oggetto di diffusione al pubblico a seguito di comunicazione effettuata secondo le norme, nel rispetto della procedura prevista dalla citata Delibera Consob.

È considerata “*notizia price-sensitive*” l’informazione su di un “*fatto rilevante*” o su dati contabili previsionali o consuntivi che possa influenzare sensibilmente la quotazione delle azioni degli azionisti di “*strumenti finanziari collegati alle azioni*”; gli strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere le azioni; gli strumenti finanziari di debito convertibili nelle azioni o scambiabili con esse; gli strumenti finanziari derivati sulle azioni; gli altri strumenti finanziari, equivalenti alle azioni, rappresentanti tali azioni; le azioni quotate emesse da società controllate dall’emittente quotato e gli strumenti finanziari ad esse collegate; le azioni non quotate emesse da società controllate dall’emittente quotato, quando il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell’attivo patrimoniale dell’emittente quotato, come risultante dall’ultimo bilancio approvato, e gli strumenti finanziari ad esse collegate.

L'informazione deve riferirsi ad uno o più emittenti, o strumenti finanziari <sup>(1)</sup> e tale riferimento può essere diretto o indiretto.

Esempio del secondo tipo è offerto dai « reports, ricerche, raccomandazioni e consigli delle agenzie di rating relativi al valore degli strumenti finanziari quotati ».

In merito alla *fonte*, l'informazione può giungere dalla sfera d'attività della società (per es. un aumento del dividendo) o dal mercato (per es. un'imminente scalata della società).

Le informazioni privilegiate possono riguardare eventi politici, economici o ambientali che influenzano le attività e passività dell'emittente, la sua struttura finanziaria, organizzazione od operatività, o il suo settore d'attività.

L'inerenza dell'informazione agli strumenti finanziari o ai loro emittenti comporta la rilevanza di tutte le informazioni che si mostrino ad essi attinenti, a prescindere dal fatto che si tratti di corporate o di market information, ben potendo l'informazione concernere anche un intero comparto finanziario o industriale, o addirittura un fenomeno di carattere macroeconomico.

Le *corporate information*, generate all'interno della stessa emittente, possono concernere la sua situazione gestionale-patrimoniale, le prospettive di sviluppo e le strategie finanziarie.

Le *market information*, invece, riguardano fatti totalmente estranei all'emittente e possono avere ad oggetto la situazione di una classe di titoli o del mercato mobiliare nel complesso.

Gli eventi e circostanze rilevanti<sup>(2)</sup> che gli emittenti strumenti finanziari informano il

---

<sup>1</sup> Art. 180 (Definizioni)

1. Ai fini del presente titolo si intendono per:

a) "strumenti finanziari": gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea;

b) "derivati su merci": gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 3, relativi a merci, ammessi alle negoziazioni o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento derivato relativo a merci ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea;

pubblico, sono: a) delle proprie situazioni contabili destinate ad essere riportate nel bilancio d'esercizio, nel bilancio consolidato e nella relazione semestrale, nonché delle informazioni e delle situazioni contabili destinate ad essere riportate nelle relazioni trimestrali, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni, salvo che i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza e la comunicazione sia effettuata in applicazione d'obblighi normativi, ovvero non appena abbiano acquisito un sufficiente grado di certezza; b) delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, la relazione semestrale e le relazioni trimestrali.

Oltre a quanto specificamente previsto dal Regolamento Consob in materia d'emittenti in relazione a dati contabili o previsionali, di seguito si riporta, a titolo esemplificativo, un elenco non esaustivo di eventi che -normalmente, in funzione della loro natura e dimensione - più frequentemente potrebbero configurarsi come rilevanti<sup>3</sup>:

- ingresso in, o ritiro da, un settore di business;
- dimissioni o nomina di consiglieri d'amministrazione o di sindaci;
- acquisto o alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d'azienda;
- rinuncia all'incarico da parte della società di revisione;
- operazioni sul capitale o emissione di warrant;
- emissione di obbligazioni e altri titoli di debito;
- modifiche dei diritti degli strumenti finanziari quotati;
- perdite di misura tale da intaccare in modo rilevante il patrimonio netto;
- operazioni di fusione o scissione;
- conclusione, modifica o cessazione di contratti o accordi;
- conclusione di processi relativi a beni immateriali quali invenzioni, brevetti o licenze;
- controversie legali;
- cambiamenti nel personale strategico della società;
- operazioni sulle azioni proprie;
- presentazione d'istanze o emanazione di provvedimenti d'assoggettamento a procedure concorsuali;
- richiesta d'ammissione a procedure di un concorso;
- operazioni con parti correlate.

In ogni caso sono da considerare eventi rilevanti il rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo ovvero la dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio.

Inoltre<sup>4</sup> nei regolamenti borsa italiana ritroviamo obblighi di comunicazione degli emittenti di informazioni price-sensitive rilevanti che di seguito elenchiamo:

---

<sup>2</sup> (Art. 66 regolamento emittenti Comunicazione n DME/3019271 del 26-3-2003)

<sup>3</sup> Principio 2 GUIDA PER L'INFORMAZIONE AL MERCATO

giugno 2002 Aiaf, Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana

<sup>4</sup> a. **ISTRUZIONI AL REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA 22 Maggio 2006;**

b. **ISTRUZIONI AL REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA 5 giugno 2006**

- Notizie rilevanti diffuse a mercato aperto;
- Preannuncio al mercato di notizie riguardanti accordi non definiti;
- Commento ai rumor
- Operazioni propedeutiche alla fusione
- Situazioni contabili
- Rapporti con i consulenti
- Incontri con Organizzazioni Sindacali
- Studi e statistiche (art. 69 Regolamento Emittenti)

Gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera d'attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari”.

Sono notizie rilevanti anche la “raccomandazione”: ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), del Testo unico o a emittenti di tali strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti; b) “ricerche o altre informazioni intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento”: (i) informazioni elaborate da un analista finanziario indipendente, da un'impresa di investimento, da un ente creditizio, da soggetti la cui principale attività consiste nell'elaborazione di raccomandazioni ovvero da loro dipendenti o collaboratori, con cui, direttamente o indirettamente, viene formulata una particolare raccomandazione di investimento in merito ad uno strumento finanziario o ad un emittente strumenti finanziari; (ii) informazioni elaborate da soggetti diversi dai soggetti di cui al precedente alinea intese a raccomandare direttamente una particolare decisione di investimento in uno strumento finanziario; c) “valutazioni del merito di credito”: giudizi sul merito di credito degli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), del Testo unico o di un emittente tali strumenti finanziari, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, prodotti utilizzando un sistema di classificazione predefinito.

Più in particolare, al fine di adempiere a quanto stabilito dalla disciplina regolamentare, occorre valutare le seguenti situazioni, prendendo a riferimento sia il soggetto che diffonde lo studio (e i soggetti legati da rapporti di controllo con esso), che l'emittente (e i soggetti legati da rapporti di controllo con esso): a) la presenza di legami di controllo o di partecipazione rilevante, sia diretti sia indiretti; b) la partecipazione agli organi sociali; c) la prestazione di servizi di finanza aziendale (ad esempio consulenza, partecipazione a consorzi per il collocamento di titoli o per altre operazioni straordinarie, specialist, sponsor, ecc.) resi all'emittente; c) L'esistenza di obblighi di diffusione dello studio derivanti da disposizioni contrattuali (ad esempio previsti dal ruolo di sponsor); d) l'emissione di strumenti finanziari collegati ai titoli dell'emittente.

Dovranno peraltro essere valutate tutte le altre eventuali situazioni che, nel caso specifico, sono potenzialmente in grado di condizionare l'indipendenza e l'imparzialità dello studio.

La Consob inoltre, al fine di fornire ai soggetti interessati criteri utili perché sia assicurata la completezza, l'indipendenza e la chiarezza degli studi, ritiene utile raccomandare i seguenti criteri: a)trasparenza sulle fonti;b)indipendenza e correttezza degli analisti finanziari;c)trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi: d)trasparenza sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi.

Sono....*informazioni rilevanti* quelle specifiche e a contenuto determinato, relative ad eventi accaduti nella sfera d'attività degli emittenti, dei soggetti che li controllano o delle relative società controllate, non di dominio pubblico e idonee, se rese pubbliche, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari quotati. Esse riguardano sia l'attività di tali soggetti sia gli strumenti finanziari quotati.

Anche la disciplina dell'informazione su operazioni straordinarie - contenuta negli art. 70 e ss. Reg. n. 11971/1999 - può costituire un'indicazione di fatti che, oggetto di specifici obblighi di comunicazione al pubblico in quanto capaci di creare un vantaggio informativo in capo al detentore dell'informazione, possono essere considerati rilevanti.

Mentre *non si considerano* raccomandazioni i consigli d'investimento per mezzo di raccomandazioni personalizzate, le quali è improbabile vengano rese pubbliche, fornite dai soggetti abilitati ai clienti in merito ad una o a più operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari.

*Non può aversi*, dunque, informazione rilevante se il grado di specificità e determinatezza è così basso da non potersene valutare l'impatto sul prezzo degli strumenti finanziari. L'accesso ad informazioni privilegiate relative ad un'altra società e l'utilizzazione di queste nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, ai fini di ottenere il controllo di detta società o di proporre una fusione con essa, non dovrebbe essere considerato in sé un abuso di informazioni privilegiate.

*Non si dovrebbero* considerare informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni elaborate a partire da dati di dominio pubblico e, pertanto, qualsiasi operazione effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe essere considerata di per sé utilizzazione di informazioni privilegiate ai sensi della presente direttiva.

*Non si dovrebbero* considerare informazioni privilegiate le operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo d'acquisizione o di cessione di strumenti finanziari diventato esigibile quando quest'obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona interessata fosse in possesso di un'informazione privilegiata.

Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare quest'acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata.

L'accesso ad informazioni privilegiate relative ad un'altra società e l'utilizzazione di queste nel contesto di un'offerta pubblica d'acquisto, ai fini di ottenere il controllo di detta società o di proporre una fusione con essa, *non dovrebbe* essere considerato in sé un abuso d'informazioni privilegiate.

Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, *non si dovrebbe considerare* che il fatto di fare quest'acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata.

In particolari circostanze, la stabilizzazione degli strumenti finanziari o il commercio in azioni proprie o in programmi di riacquisto possono ritenersi legittimi sotto il profilo economico e *non dovrebbero* pertanto essere considerati di per se stessi come abusi di mercato.

Dall' art. 183 t.u.f. (*Esenzioni*), ricaviamo che: le disposizioni sull'insider trading non si applicano: a) alle operazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica valutaria o alla gestione del debito pubblico compiute dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione europea, dal Sistema europeo delle Banche centrali, da una Banca centrale di uno Stato membro dell'Unione europea, o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato ovvero da un soggetto che agisca per conto degli stessi; b) alle negoziazioni di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari propri quotati, effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento.

### **Il carattere preciso dell'informazione privilegiata.**

L'informazione specifica *di contenuto determinato* a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari o di strumenti derivati connessi.

La situazione o l'evento a cui l'informazione si riferisce sono veri o esiste una ragionevole aspettativa che diventino veri in futuro . *I rumours*, quindi, non sono compresi in quanto rappresentano discorsi generici di dubbia accuratezza.

Inoltre, l'informazione dovrebbe essere “ *abbastanza specifica da permettere di trarre una conclusione circa il suo impatto sui prezzi*” . Un'offerta pubblica d'acquisto, ad esempio, può costituire un'informazione privilegiata anche se l'offerente non ha ancora deciso il prezzo dell'offerta.

È irrilevante che il dato non si riferisca ad un unico evento, d'imminente realizzazione, ma ad un complesso e articolato progetto, di futura e incerta attuazione non essendovi nella fattispecie normativa una presunta esigenza di contiguità temporale tra lo sfruttamento borsistico e la diffusione della stessa.

Dall'esperienza applicativa *statunitense* si ricava che frequentemente già durante la fase di formazione di una notizia, cioè quando ancora essa non si è cristallizzata in un'informazione specifica dal contenuto determinato anche una notizia solo vagamente determinata può avere infatti un potenziale impatto sul mercato, il quale è di per sé molto reattivo anche alle indiscrezioni, prive di riscontri oggettivi e razionali.

Infatti si attribuisce all'espressione *soft information* le indiscrezioni, le congetture e tutti quei dati che alimentano il mercato finanziario, nonostante non abbiano assunto la valenza di un'informazione dai contorni compiuti, precisi e consolidati.

### **L'informazione privilegiata di cui il pubblico non dispone.**

L'informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari, è quella che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni d'investimento. L'informazione non deve essere stata resa pubblica, il che può significare che non è stata comunicata al pubblico o che non è ancora pubblica.

Gli amministratori e gli azionisti di controllo hanno ovviamente accesso ad un numero maggiore d'informazioni sulla società rispetto al pubblico, e la pubblicazione di queste informazioni, comunque, spesso non, avrebbe un impatto sui prezzi.

Se fosse sempre proibito agli amministratori ed agli azionisti di controllo di fare affidamento su tali informazioni, le operazioni su titoli della società sarebbero loro praticamente precluse.

Gli operatori professionali del mercato, poi, elaborano nuove informazioni analizzando ed interpretando i dati disponibili al pubblico, ed è necessario che queste informazioni possano essere liberamente utilizzate, andando distrutti, in caso contrario, gli incentivi alla ricerca finanziaria.

La definizione d'informazioni privilegiate va, pertanto, letta alla luce di tali considerazioni.

E' invero però che proprio la conoscenza da parte dell'insider di notizie privilegiate è il presupposto che conferisce alla fattispecie quell'impronta penalistica la cui carenza così sovente si riscontra nella legislazione speciale di settore.

La notizia inside diventa così il tema centrale della tipologia penale: elemento elastico della fattispecie nel quale la riservatezza («informazione di cui il pubblico non dispone», e, «non accessibile a tutti» ) si unisce all'idoneità della notizia ad influire nel corso dei titoli («informazione ...che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari»; «che se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo»; nella forma francese, ove si menziona solo «informations privilégiées... avant que le public en ait connaissance») assume carattere rilevante.

L'informazione inside è quella «not generally available» e «price-sensitive». Il riferimento in ogni legislazione all'idoneità della notizia ad influenzare «sensibilmente» il corso dei titoli qualifica il fatto in termini di reato di pericolo.

Pericolo da identificare volta per volta, con una *valutazione ex ante*, secondo il modello classico della c.d. *prognosi postuma*: tenendo conto, cioè, delle circostanze conoscibili nel momento in cui si riporta il giudizio di pericolosità, oltre che di quelle conosciute dall'agente.

Inteso, invece come pericolo con una *valutazione ex post*, è l'alterazione nel corso del titolo trattato dall'insider, che delinea la traiettoria tra condotta ed evento (di pericolo), con una ricerca della causalità materiale sull'identica scala dell'evento di danno .

Il bene giuridico da tutelare è ovviamente la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario.

La locuzione “di cui il pubblico non dispone” sembra poi assumere come fattore qualificante l'informazione privilegiata non tanto le formali modi di diffusione volte a

divulgare i fatti oggetto di essa, ma la sua effettiva conoscibilità da parte del pubblico, ammettendosi così che una cosa è la divulgazione secondo i mezzi previsti dalla legge, altra cosa è l'oggettiva fruibilità delle notizie divulgate.

Il criterio del reasonable man sembra condurre ad un giudizio, non infrequente nel diritto penale, basato sui parametri della ragionevolezza; giudizio che presuppone il bilanciamento di due fattori: la rilevanza del fatto e la verosimiglianza dell'evento.

Le maggior incertezza di questo criterio si pone indubbiamente sull'individuazione del soggetto a cui riferire la valutazione.

L'esistenza di diversi tipi d'investitore, mosso da scopi d'investimento e interessato a conoscenze differenti, rende assai difficile, sebbene non impossibile, il processo di spersonalizzazione e oggettivizzazione della figura di un investitore ragionevole o mediamente prudente.

A favore di questo criterio, tuttavia, si può affermare che esso consente al giudice di ristabilire proprio quella situazione di disuguaglianza d'accesso alle informazioni, connaturata alle diverse tipologie d'investitori.

In estrema sintesi, la tendenza tradizionale della giurisprudenza era sempre stata di valutare la qualità dell'informazione in funzione del soggetto che la deteneva.

Secondo quest'indirizzo, un'informazione poteva essere considerata privilegiata, o non privilegiata, in relazione alla specificità delle conoscenze del beneficiario.

Vi sono poi una serie di dati che, sebbene conosciuti ex post, possono essere utilizzati, come precedentemente osservato, quali indizi per valutare la rilevanza della notizia ex ante, scontato il fatto che, sul piano giudiziario, questo tipo d'accertamento comporterà l'utilizzo della conoscenza specialistica di consulenti tecnici.

La registrazione delle operazioni in valori mobiliari mediante procedure elettroniche agevola l'acquisizione di questi dati, consentendo di conoscere l'andamento dei prezzi delle singole operazioni e l'esatta determinazione cronologica delle stesse. E' sempre possibile, per esempio, determinare quantitativamente l'oscillazione media del valore mobiliare in un determinato arco temporale (tenendo conto delle variazioni dipendenti da fattori fisiologici) e rapportarlo a quello stimato come dipendente dall'informazione riservata o verificare le oscillazioni più evidenti in un certa entità di tempo.

Quindi il giudice penale ha a disposizione punti di riferimento interpretativi per giudicare in concreto, attraverso criteri verificabili, l'elemento quantitativo contenuto nell'art. 180, comma 3, TUF.

Esula dalla fattispecie in esame l'elemento del conseguimento di un profitto e che il requisito dell'idoneità della norma in esame, secondo lo schema tipico dei reati di pericolo, è un'idoneità seria ma potenziale da valutarsi *ex ante*, prescindendo da tutte le circostanze conosciute a posteriori e tenendo, invece, conto solo di quelle conoscibili nel momento in cui l'operazione viene posta in essere.

L'informazione il cui sfruttamento è vietato risulta pertanto quella che, mantenendo costanti tutti gli altri elementi, presenta in concreto una natura tale da modificare sensibilmente con la sua diffusione (non la percezione soggettiva dell'investitore medio) la quotazione del titolo.

Lo schema tipico dei reati di pericolo, e del connesso "giudizio di prognosi postuma", comporta che ci si debba riportare con la mente al momento della realizzazione della condotta e verificare se, secondo le circostanze contingenti e le conoscenze disponibili all'agente, la diffusione dell'informazione avrebbe potuto comportare una sensibile modificazione del prezzo del titolo. Valutarsi *ex ante*, prescindendo da tutte le circostanze conosciute a posteriori e tenendo, invece, conto solo di quelle conoscibili nel momento in cui l'operazione viene posta in essere ciò fa sì che non sia esclusa la sua responsabilità per il solo fatto che l'influenza "sensibile" sul mercato non si sia verificata una volta resa pubblica l'informazione originariamente riservata (o privilegiata nel senso indicato).

L'esperienza giurisprudenziale americana ricorre qui al c.d. criterio della probability-magnitudo test (consistente nel raffronto tra la verosimiglianza o probability del fatto ed il riflesso "o magnitudo" che la notizia avrà sull'andamento del titolo: maggiore è l'impatto dell'informazione sul mercato (valutato anche alla stregua dell'importanza dei soggetti coinvolti), minore può essere il livello di probabilità che l'evento si verifichi. Dunque, la conoscenza anticipata di un dato, ancorché sostanzialmente improbabile (o addirittura totalmente incerto), la cui diffusione tuttavia avrebbe una sensibile ripercussione sul corso azionario, basta a far scattare il divieto, a fronte di una reazione presumibilmente molto forte del mercato.

Il discrimen viene così tracciato alla luce non della possibilità oggettiva e concreta del fatto in sé sebbene, per definizione, l'informazione deve essere dotata di un nucleo conoscitivo minimo razionale, tale da escludere ogni rilevanza a fatti totalmente inverosimili, ma della valutazione composita del livello di probabilità dell'evento e dell'impatto che la diffusione del fatto avrebbe sul prezzo del titolo.

Una volta ravvisata nel caso concreto l'idoneità dell'informazione a modificare sensibilmente l'andamento del titolo, non è peraltro necessario verificare l'effettiva alterazione del prezzo dello strumento finanziario, non essendo tale elemento richiesto dal dettato legislativo: la responsabilità dell'agente non è dunque esclusa qualora non vi sia stata, in seguito alla diffusione dell'informazione, una variazione sul prezzo, o essa si sia addirittura realizzata in senso opposto a quello ipotizzato un'"informazione privilegiata", comunicata indebitamente e poi sfruttata in borsa.

Un investitore medio ragionevole basa le proprie decisioni d'investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili *ex ante*.

Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione d'investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili *ex ante*.

Le informazioni *ex post* possono essere utilizzate per confermare l'ipotesi dell'idoneità delle informazioni *ex ante* ad influire in modo sensibile sui prezzi.

La posizione di vantaggio del trader, infatti, consiste nella conoscenza anticipata di notizie ancora sconosciute al mercato.

Il precetto normativo vigente dunque dispone che, per perdere rilevanza ai fini dell'incriminabilità, è necessario che l'informazione sia resa "disponibile al pubblico".

### **L'informazione Price-sensitive.**

Il concetto di «*sensibilità*» dell'alterazione, è, nel caso dell'insider trading, doppiamente complicata: non solo si tratta di un concetto elastico, sganciato da parametri quantitativi, ma l'alterazione del prezzo sul mercato mobiliare può dipendere da più variabili, tutte o da sole idonee a provocare un'alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario.

La questione tocca quindi due piani differenti: la possibilità di riconoscere allo sfruttamento dell'informazione privilegiata la capacità di provocare un'alterazione sensibile e la quantificazione del concetto di sensibilità, in assenza di criteri legali specifici.

Come sopra delineato, il giudice dovrà procedere individuando, prima, le specie e le categorie dei fattori condizionanti la misurazione della quantità significativa e poi procedere alla quantificazione in concreto della grandezza rilevante.

Se una valutazione *ex post* consente, forse, di raggiungere risultati maggiormente certi, la stessa non sembra aderire alle finalità e alla ratio della norma incriminatrice.

La responsabilità dell'insider sussiste, infatti, anche se la variazione non vi è stata o si vi è stata in senso opposto a quella ipotizzata o ipotizzabile, posto che la fattispecie non richiede la realizzazione di un profitto da parte dell'agente.

Si tratta d'ipotesi non rare, perché, da un lato, l'insider può aver male interpretato l'informazione inside, dall'altro, il mercato può non aver recepito la notizia. In tali situazioni, il criterio di valutazione *ex post* non è soddisfacente, conducendo ad un'esclusione della price-sensitivity dell'informazione, anche laddove la condotta integrava tutti i requisiti normativi.

In conclusione, un giudizio *ex post* potrebbe condurre ad esiti insoddisfacenti: l'affermazione dell'irrelevanza del fatto per ragioni del tutto casuali, oppure l'affermazione della rilevanza del fatto per l'operare di fattori estranei alla condotta dell'agente.

L'effettiva variazione del prezzo dello strumento finanziario poi alla diffusione della notizia potrà allora essere solamente uno degli indizi utilizzabili dal giudice nel processo d'accertamento del price-sensitive dell'informazione privilegiata.

Nelle rarissime pronunce giurisprudenziali italiane, la price-sensitive è stata valutata secondo criteri misti, basati, a volte, sul *reasonable investor*, altre volte sul tipo d'informazione, altre volte ancora su di un'attenta analisi *dell'andamento dello strumento finanziario*, oggetto della notizia in relazione ai tempi e alle modalità di realizzazione della condotta dell'insider.

Nella sentenza di non luogo a procedere emessa il 10 aprile 1997, sotto il vigore della L. n. 157/ 1991, il convincimento espresso dalla Consob era che la divulgazione delle conoscenze detenute dagli imputati, al momento in cui essi procedettero alla vendita dei diritti d'opzione, fosse idonea ad innescare meccanismi reattivi sul mercato, a loro volta produttivi di un mutamento del prezzo dello strumento finanziario.

Il gup di Siracusa concluse in senso contrario, rilevando la non idoneità dell'informazione «a determinare certezze sulla condona degli azionisti non soci e quindi sulla convenienza, d'eventuali alterazioni borsistiche»; posto che gli imputati ignoravano l'altrui decisione di vendere i diritti d'opzione, la loro informazione, secondo il Gup, non concerneva tratti di sicura verifica e non risultava pertanto qualificabile come riservata.

In quella vicenda, la conclusione della Consob si poggiava correttamente su basi *quantitative*, volta a stabilire quanto vantaggio gli imputati avessero avuto rispetto alla generalità degli investitori, mentre quella del tribunale si fondava su basi *qualitative*.

Nella sentenza di condanna del 15-23 maggio 1996, il Tribunale di Roma affermava che: «La notizia dell'esistenza di un progetto di fusione fra due società deve ritenersi informazione riservata ove, in conseguenza della sua diffusione fra il pubblico, le contrattazioni sui valori mobiliari di uno degli emittenti interessati evidenzino, nello spazio di due sedute borsistiche, un calo delle quotazioni superiori al 6% ed una contrazione del volume dei titoli trattati di circa l'85%».

Dall'analisi condotta dalla Consob emergeva, ex post, un'indubbia influenza della diffusione presso il pubblico dell'informazione riservata. Il Collegio ritenne che l'informazione sul progetto di fusione costituiva un fatto davvero importante per il mercato azionario, essenzialmente sulla base della constatazione che, in seguito alla diffusione della notizia, si realizzò un'effettiva alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario, seppur in senso opposto a come la conoscenza anticipata della stessa aveva influenzato le operazioni dell'imputato.

Nella sentenza d'assoluzione del 20 ottobre 1999, il Tribunale di Milano concludeva, sotto questo profilo, affermando che: «appare del tutto evidente come la notizia dell'incorporazione di una società in un'altra sia un momento nodale della vita di entrambe con evidenti possibili effetti sul valore delle rispettive azioni ... », salvo poi assolvere l'imputato per non essersi «avvalso» della informazione privilegiata in suo possesso.

Certamente, questo sintetico panorama della giurisprudenza italiana non consente di affermare che esiste, almeno ad oggi, un criterio univoco di valutazione della price sensitivity dell'informazione privilegiata.

Per il resto non è necessario che l'informazione si qualifichi come *hard information*, ma l'importante è che abbia un minimo di rilevanza fattuale, che non sia il frutto di una mera elaborazione .

Questa è, forse, la tecnica più accurata per descrivere la notizia inside: notizia alla quale «*i partecipanti al mercato o i consulenti finanziari attribuirebbero rilevanza autonoma*».

Con quest'ultimo elemento si definisce l'altro polo della notizia inside, in una variegata gamma di espressioni («not generally known» del Companies Act inglese; «non accessibile al pubblico» nel progetto tedesco occidentale; «prima che il pubblico ne abbia conoscenza» nella norma francese; «che non è stata resa pubblica» nella direttiva

CEE che spaziano dal momento della ricezione da parte del pubblico, alla non disponibilità dell'informazione.

## **LA DIFFUSIONE DELL'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA.**

### **Il regime della diffusione al pubblico**

Il regime della diffusione al pubblico delle Informazioni privilegiate è disciplinata, come accadeva in passato, dall'art. 114 del Testo Unico della Finanza.

Nella sua nuova formulazione l'art. 114 TUF richiama, per l'individuazione delle informazioni oggetto di comunicazione, quelle di cui all'art. 181 TUF .

Rispetto alla precedente formulazione, il nuovo testo dell'art. 114 TUF presenta le innovazioni di seguito descritte.

La nuova formulazione del comma 1 dell'art. 114 TUF prevede uno specifico obbligo per gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano di comunicare senza indugio al pubblico le Informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti e le società controllate.

In precedenza si faceva riferimento ad un generico obbligo di informazione.

Rispetto alla precedente formulazione è stata anche introdotta una previsione relativa alla tempistica dell'informazione, che deve essere effettuata "*senza indugio*".

La norma, come in precedenza, demanda alla Consob di stabilire, con proprio regolamento, le modalità di comunicazione, indicando altresì che tale organo deve stabilire i termini della comunicazione delle informazioni.

La Consob, in esecuzione della delega che le era stata conferita ai sensi della precedente versione dell'art. 114 del TUF, ha disciplinato, nel Regolamento recante norme di attuazione del TUF in materia di emittenti ("Regolamento Emittenti"), le modalità di diffusione di alcune informazioni tra il pubblico, distinguendo: (i) le informazioni su fatti rilevanti (articoli 66-69); (ii) le informazioni su operazioni straordinarie (articoli 70-76); (iii) l'informazione periodica (articoli 77-83) e (iv) le altre informazioni (articoli 84-89).

L'individuazione delle informazioni privilegiate che riguardano direttamente la Società e le sue controllate è rimessa al prudente apprezzamento dell'amministratore, con il supporto della direzione affari legali e societari.

A tal fine, le persone iscritte nel registro riportano qualsiasi informazione che sia o possa ragionevolmente essere ritenuta privilegiata all'*investor relation manager*, il quale ne riferisce all'amministratore delegato per i provvedimenti del caso.

L'amministratore, qualora ritenga ragionevolmente che un'informazione sia o possa divenire privilegiata, attiva tempestivamente la procedura per l'emissione del relativo comunicato, riferendone contestualmente al presidente del consiglio di amministrazione ovvero consultandosi preventivamente con quest'ultimo, qualora lo ritenga opportuno.

Qualsiasi informazione privilegiata è resa pubblica mediante invio di un comunicato.

Il comunicato contiene gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti.

A titolo esemplificativo, qualsiasi comunicato relativo a compravendite di beni, comprese partecipazioni, aziende o rami di azienda, comprende, di regola: l'individuazione compiuta del bene compravenduto; il prezzo pattuito (salvo non vi siano formali vincoli di riservatezza assunti con la controparte) con l'indicazione della posizione finanziaria netta della società o ramo d'azienda acquisito/ceduto; i termini di pagamento/incasso quando differisce dalla prassi; le garanzie ricevute/rilasciate; l'esistenza di diritti di *put and call* e le loro caratteristiche; le condizioni cui è subordinata l'efficacia del contratto (autorizzazioni delle Autorità competenti, *due diligence*, etc.).

La comunicazione al pubblico di *dati previsionali ed obiettivi quantitativi* inerenti la Società è facoltativa. Peraltro, ai sensi dell'art. 68 Regolamento, la Società informa senza indugio il pubblico, mediante apposito comunicato, di ogni rilevante scostamento dell'andamento effettivo della gestione rispetto ai dati previsionali e agli obiettivi quantitativi già diffusi.

In particolare, in conformità all'orientamento di Consob si segnala che, in relazione alla prassi diffusa presso gli emittenti strumenti finanziari quotati di prendere in esame, in occasione di *incontri* con i rappresentanti delle *Organizzazioni Sindacali*, dati relativi alle prospettive aziendali, qualora le delegazioni delle predette organizzazioni non abbiano assunto alcun vincolo di riservatezza, la Società è tenuta ad osservare l'art. 68 Regolamento, mettendo a disposizione del pubblico ogni dato previsionale ed obiettivo

quantitativo concernente l'andamento della gestione nonché ogni dato contabile di periodo eventualmente comunicato ai citati rappresentanti.

Nel caso in cui la *Società organizzi, o partecipi a, incontri ristretti* con analisti finanziari, investitori istituzionali o altri operatori del mercato, essa informa in anticipo la Consob e la società di gestione del mercato su data, luogo, ora e principali argomenti dell'incontro, trasmettendo loro la documentazione messa a disposizione dei partecipanti al più tardi contestualmente allo svolgimento degli incontri.

La Società e la società di gestione del mercato rendono disponibile al pubblico la documentazione con mezzi idonei allo scopo.

Se gli incontri *sono aperti* indistintamente a tutti gli operatori del mercato, la Società estende la partecipazione all'incontro anche ad esponenti dei mezzi di informazione specializzata.

Ove ciò non sia possibile, la Società emette, inviandone copia alla Consob ed alla società di gestione del mercato, un comunicato che illustri i principali argomenti trattati.

La Società, qualora intenda *comunicare informazioni previsionali* o altre informazioni rilevanti nell'ambito degli incontri con gli operatori del mercato, comunica preventivamente al mercato tali informazioni.

Quando, nell'ambito di tali incontri, siano comunicate involontariamente *informazioni previsionali* o altre informazioni privilegiate, la Società comunica tempestivamente al mercato tali informazioni.

Si comunica con congruo anticipo alla direzione affari legali e societari la data e il luogo degli incontri, nonché gli argomenti che saranno trattati unitamente alla relativa documentazione.

La direzione affari legali e societari provvede ad effettuare la relativa informativa preventiva a Consob e alla società di gestione *al più tardi contestualmente* allo svolgimento degli incontri, nonché alla direzione *marketing* per l'inserimento di tali dati e documenti sul sito internet della Società.

*La divulgazione in assemblea di informazioni privilegiate* è consentita soltanto se esse sono preventivamente comunicate al pubblico. In caso di diffusione involontaria in assemblea di informazioni privilegiate, queste vengono tempestivamente comunicate al pubblico.

Qualora i soggetti intervenuti in *assemblea pongano domande* concernenti eventi per i quali non ricorrano le condizioni sopra indicate, gli amministratori possono utilizzare l'espressione "nessun commento" o equivalente.

Qualora in presenza di notizie non diffuse dalla Società concernenti la sua situazione patrimoniale, economica o finanziaria, operazioni di finanza straordinaria ad esso relative ovvero l'andamento dei suoi affari (così detti *rumours*), il prezzo degli strumenti finanziari quotati della Società varia in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente, la Società pubblica (qualora non vi provvedano soggetti che la controllano) senza indugio un comunicato con il quale informa il mercato sulla veridicità delle notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa.

A tal fine, l'*investor relation manager* monitora quotidianamente il prezzo degli strumenti finanziari quotati dalla Società nonché le notizie diffuse dalla stampa e segnala qualsiasi variazione rilevante nella quotazione dei suddetti strumenti finanziari nonché le suddette notizie all'Amministratore delegato, il quale attiva la procedura per l'emissione del relativo comunicato.

Qualora la Società, i soggetti che la controllano e quelli che agiscono in loro nome o per loro conto, *comunicano nel normale esercizio* del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio *informazioni privilegiate ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza* legale, regolamentare, statutario o contrattuale, la Società ne dà integrale comunicazione al pubblico, *simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale*.

A tal fine, la direzione affari legali e societari mantiene ed aggiorna un elenco delle persone (o delle categorie) di persone soggette ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale e, in caso di obblighi di riservatezza contrattuali, conserva copia del relativo contratto.

La Società è tenuta a comunicare ogni modifica significativa delle informazioni *privilegiate già rese note al pubblico*.

A tal fine, l'*investor relation manager*, con il supporto della direzione affari legali e societari mantiene un archivio di tutti i comunicati emessi dalla Società.

L'archivio è accessibile a tutti i soggetti iscritti nel registro .

La regolamentazione non tipizza un elevato numero di eventi price sensitive in tal modo limitando la rigidità di una disciplina analitica e rendendo la materia più flessibile ed aderente all'esperienza ed alla casistica concreta.

La Borsa Italiana ha pubblicato, nel corso del mese di giugno 2002, la Guida per l'informazione al mercato predisposta dal Forum sull'Informativa Societaria, con la finalità di definire alcuni principi per migliorare l'informazione sulle società quotate.

Un ulteriore obbligo di comunicazione è quello disciplinato dall'art. 115 TUF, ai sensi del quale *“La Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico può, anche in via generale; a) richiedere agli emittenti quotati(...) la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità (...).”*

La predetta disposizione si inquadra nell'ambito dei poteri della *Consob* in materia di vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico.

Tale vigilanza è esercitata dalla *Consob* alla quale sono attribuiti i seguenti poteri (art. 115 del T.U.F.): a) richiedere agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari e dagli altri dirigenti, dalle società di revisione, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a); c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia; d) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-*octies* del T.U.F..

I poteri indicati alle lettere a), b) e c) possono essere esercitati nei confronti dei soggetti che possiedono una partecipazione superiore al 2% in un emittente o che partecipano a un patto parasociale avente a oggetto l'esercizio del diritto di voto in un Emittente e nelle società che lo controllano.

La *Consob* può altresì chiedere alle società o agli enti che hanno partecipazioni dirette o indirette in un emittente l'indicazione nominativa dei soci e, nel caso di società fiduciarie, dei fiducianti.

In caso di *inosservanza* delle disposizioni di legge e regolamentari relative all'informazione al mercato “nei confronti di società, enti o associazioni è applicabile la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila a cinquecentomila euro per l'inosservanza delle disposizioni degli articoli medesimi o delle relative disposizioni applicative.

Se le comunicazioni sono dovute da una persona fisica, in caso di violazione la sanzione si applica nei confronti di quest'ultima.” (art.193, comma 1 del T.U.F.).

Inoltre, l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato configurano illeciti passibili di sanzione penale (artt. 184-187 del T.U.F.) e amministrativa (artt. 187-

bis-187-quater del T.U.F.) nei confronti di coloro che lo hanno commesso e possono dare luogo a situazioni che comportano la responsabilità amministrativa della società (artt. 187-quinquies del T.U.F. e 25-sexies del D. Lgs. 231/01).

Il responsabile della direzione affari legali e societari nonché *l'investor relation manager*, disgiuntamente tra loro, in qualità di Referenti Informativi di cui all'art.2.6.1, Titolo 2.6, del Regolamento della Borsa Italiana sono preposti ai rapporti con la la Consob.

In caso di richieste di notizie o documenti da parte della Consob, i *Referenti Informativi* informano preventivamente l'Amministratore delegato e, con il supporto della direzione affari legali e societari, provvedono ad evadere tali richieste.

In caso di audizioni o ispezioni da parte della Consob, i *Referenti Informativi*, con il supporto della direzione affari legali e societari, forniscono la necessaria assistenza agli organi sociali nonché alle ulteriori funzioni interessate.

### **Quando comunicare.**

Per "comunicazione al mercato" si intende la diffusione delle informazioni ai sensi dell'articolo 114, comma 1, T.U.F. e delle relative disposizioni di attuazione.

Gli emittenti devono comunicare *senza indugio* le « informazioni privilegiate», definite dall'ari. 181 T.U.F..

Così facendo il legislatore italiano ha deciso di non seguire pedissequamente nel recepimento delle disposizioni comunitarie la disposizione tra *livello 1* (da recepire nella legge) e *livello 2* (da recepire con regolamentazione secondaria a cura della Consob).

Alla luce dell'ampia definizione di « informazione privilegiata », che può anche riferirsi a circostanze od eventi non ancora verificatisi, ancorché sia ragionevole prevederne il verificarsi (art. 181, co. 3, lett. *a*, T.U.F.) viene notevolmente ampliata la portata dell'obbligo di comunicazione.

In forza delle previsioni dell'art. 114 del TUF, *gli emittenti quotati* ed i *soggetti che li controllano*, al verificarsi di un evento idoneo ad influenzare le quotazioni riguardante la loro sfera di attività e quella delle società controllate, devono provvedere ad informare il pubblico.

Al fine di adempiere a tali obblighi, le società controllate devono *trasmettere tempestivamente* agli emittenti quotati tutte le notizie necessarie secondo le disposizioni da queste impartite.

Le *date* delle *adunanze consiliari* della Società, programmate per l'approvazione delle situazioni contabili infra annuali, del bilancio, della distribuzione dei dividendi e degli acconti su dividendi, nonché la data dell'adunanza assembleare di approvazione del bilancio sono oggetto di comunicato da *emettersi entro trenta giorni* dalla chiusura dell'esercizio precedente a quello di detti eventi.

Qualsiasi comunicato è *emesso in maniera il più possibile sincronizzata* presso tutte le categorie di investitori e in tutti gli Stati membri in cui la Società abbia di volta in volta eventualmente richiesto o approvato l'ammissione alla negoziazione dei suoi strumenti finanziari in un mercato regolamentato, nel rispetto del principio della simmetria informativa e del divieto di informazione selettiva.

La simmetria informativa assume specifica rilevanza quando:

- nel corso di incontri con giornalisti, analisti e investitori istituzionali sono divulgate informazioni non rese pubbliche in precedenza;
- le società controllate effettuano operazioni che possono avere riflessi sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dalla Società;
- possa presumersi che le persone in possesso di informazioni privilegiate non rispetteranno gli obblighi di riservatezza e sussistano fondati motivi sulla ragionevole prevedibilità di conclusione delle operazioni cui esse si riferiscono;
- la Società, i soggetti che la controllano e quelli che agiscono in loro nome o per loro conto, comunicano nel normale esercizio della loro attività informazioni privilegiate ad un terzo non soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale.
- L'informativa al mercato è *diffusa senza indugio* in connessione al verificarsi di specifici eventi o complessi di circostanze correlati.

In particolare, i comunicati sono emessi:

- *nel giorno della riunione* del consiglio di amministrazione relativamente alle delibere aventi all'ordine del giorno operazioni o altre materie costituenti informazioni privilegiate, sulle situazioni trimestrali, semestrale e annuali, sulle materie oggetto di approvazione dell'assemblea e sull'esecuzione di fasi rilevanti di operazioni o materie già approvate;
- *nel giorno dell'assemblea* che delibera sulle materie all'ordine del giorno;
- *nel giorno di stipula* degli accordi e delle transazioni con terzi e con società del gruppo;
- *nel giorno in cui si tengono incontri* tra la Società e giornalisti, analisti finanziari e investitori istituzionali nel caso in cui siano fornite informazioni privilegiate non diffuse in precedenza al mercato;
- *nel giorno in cui si verificano variazioni consistenti nel prezzo* delle azioni della Società in controtendenza rispetto al mercato, se il giorno precedente sono state diffuse al pubblico da soggetti non appartenenti al gruppo informazioni, non rese pubbliche in precedenza dalla Società, sull'attività o sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale nonché sugli altri eventi oggetto di comunicazione;

- *simultaneamente* al momento in cui la Società e i soggetti che li controllano o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunicano nel normale esercizio della loro attività informazioni privilegiate ad un terzo che non sia soggetto a obblighi di riservatezza legale, regolamentare, statutari o contrattuali *ovvero senza indugio* se la divulgazione non è avvenuta in maniera intenzionale;
- *nel giorno in cui durante la fase di pre-apertura* dei mercati o dopo la loro chiusura siano diffuse da soggetti non appartenenti al gruppo notizie non di pubblico dominio qualificabili privilegiate.

Nel caso di un *contratto*, il riferimento alla *data dell'accordo* non sempre è sufficiente. Il caso statunitense *Basic v. Levinson*<sup>(5)</sup> può essere di guida anche per il diritto europeo.

La controversia riguardava una domanda di risarcimento danni promossa da soci di *Basic Inc.* contro la società ed i suoi amministratori con una *class action*.

Gli attori sostenevano che i convenuti avevano pubblicato tre comunicazioni false o fuorvianti, negando che *Basic* fosse impegnata in trattative per la fusione con *Combustion Engineering Inc.*, trattative che successivamente portarono alla fusione tra le due società..

La Corte distrettuale, ad esito di un giudizio sommario, si pronunciò a favore dei convenuti, sostenendo l'irrelevanza delle comunicazioni false e/o fuorvianti; sebbene, trattative fossero in corso al momento della pubblicazione del secondo e terzo comunicato, le stesse «non erano destinate, a portare in via di principio ad un accordo di fusione»<sup>(6)</sup>

La Corte d'Appello del Sesto Circuito annullò questa decisione, stabilendo che i comunicati di *Basic* erano «talmente incompleti da indurre in errore».

La Corte rigettò l'argomento secondo cui discussioni preliminari sulla fusione non sono rilevanti in punto di diritto.

In particolare, la Corte rifiutò di applicare il *test* del « accordo in via di principio » adottato da altre corti di appello, secondo cui discussioni preliminari sulla fusione non sono rilevanti fino al raggiungimento di un accordo sul prezzo e sulla struttura dell'operazione tra le due parti intenzionate a fondersi .

Anche la Corte suprema rigettò questo *test*, sulla base, però, di argomentazioni differenti da quelle avanzate dalla Corte d'Appello nella medesima causa.

<sup>5</sup> *Basic Incorporated v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

<sup>6</sup> *Ibid.*, p. 229, che cita la decisione della Corte distrettuale nel medesimo caso. (\*\*) *Ibid.*, che cita la decisione della Corte d'Appello del sesto circuito nel medesimo caso

La Corte Suprema concordò con l'approccio indicato dal giudice Friendly nel caso *SEC v. Geon Industries*: « Poiché una fusione per incorporazione è il fatto più importante nella vita di una piccola società, rappresentandone la morte noi riteniamo che le informazioni privilegiate, relative a questo tipo di fusioni, possano essere rilevanti in un momento anteriore a quello in cui lo sarebbero in operazioni di minore importanza - e questo anche se il tasso di mortalità delle fusioni in queste fasi preparatorie è senza dubbio molto alto» .

Conseguentemente, la decisione della Corte suprema fu nel senso che «se le trattative sulla fusione siano rilevanti o meno in un caso particolare ... dipende dai fatti » e che « nessun particolare evento o fattore diverso dal *closing* dell'operazione è di per sé necessario o sufficiente a rendere rilevanti le trattative sulla fusione ».

### **La trasmissione delle informazioni.**

La Borsa Italiana ha predisposto un circuito telematico denominato Network Information System (di seguito, «Circuito NIS») per la trasmissione delle informazioni che ai sensi della normativa vigente devono essere comunicate al pubblico, alla Consob e alla Borsa Italiana.

“In data 20 dicembre 1999, è approvata dalla Consob con delibera n. 12324 del 19 gennaio 2000, modifiche al Regolamento, che ha fra l'altro stabilito, ai sensi del citato art. 67 della Delibera 11971, che gli emittenti di diritto italiano con azioni quotate in uno dei Mercati adempiono agli obblighi di comunicazione, da assolversi secondo le modalità di cui all'articolo 66 del regolamento approvato con Delibera Consob n. 11971, nonché agli obblighi di comunicazione al mercato stabiliti dal Titolo II, Parte II del medesimo regolamento mediante l'invio di comunicati alla Borsa Italiana tramite il Circuito NIS e che la Borsa Italiana provvede alla diffusione di tali comunicati mediante invio degli stessi alle agenzie di stampa collegate al Circuito NIS nonché mediante pubblicazione negli Avvisi di Borsa, che verranno diffusi attraverso Internet.”

Il Circuito NIS dev'essere inoltre utilizzato dagli emittenti indicati alla lettera anche per l'invio delle comunicazioni di cui all'art. 2.6.2, comma 1, del Regolamento.

Il Circuito NIS dev'essere altresì utilizzato dagli emittenti diversi da quelli indicati alla lettera G), i quali scelgano di assolvere ai propri obblighi informativi con tali modalità.

L'usufruitore è:

- .emittente di diritto italiano con azioni quotate in uno dei Mercati;

- emittente di diritto italiano con strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in uno dei Mercati e intende utilizzare il Circuito NIS per l'assolvimento degli obblighi informativi ai sensi dell'art. 2.7.2 del Regolamento;
- emittente di diritto estero con strumenti finanziari quotati in uno dei Mercati e intende utilizzare il Circuito NIS per l'assolvimento degli obblighi informativi ai sensi dell'art. 2.7.2 del Regolamento;

In particolare, attraverso il Circuito NIS sono rese disponibili le seguenti funzioni:

- (i) immissione nel Circuito NIS dei comunicati (di seguito, i «Comunicati») da inviarsi ai sensi dell'art. 2.7.1, commi 1 e 5 del Regolamento (funzione «Nuovo»);
- (ii) consultazione dei Comunicati immessi nel Circuito NIS dal Contraente (funzione «Elenco»);
- (iii) casella di posta elettronica (funzione «Mail»).

Nel caso in cui il comunicato sia inviato attraverso il Network Information System (NIS), il titolo verrà anche inserito nella sezione «oggetto» del NIS.

I comunicati possono essere inseriti nel sito internet dalla Società a cura della direzione marketing entro l'orario di apertura del mercato del giorno successivo a quello della loro diffusione.

Fermo il rispetto degli obblighi di diffusione delle informazioni privilegiate, le Società predispongono un sito Internet al fine di rendere disponibile al pubblico informazioni utili per compiere consapevoli scelte d'investimento.

In particolare, le Società rendono disponibili in *un'apposita sezione del proprio sito*, preferibilmente anche in lingua inglese, lo statuto, il bilancio di esercizio e l'eventuale consolidato, la relazione semestrale, la relazione trimestrale, le informazioni comunicate al mercato nonché, al più tardi al termine degli incontri con operatori del mercato, la documentazione distribuita in occasione di tali incontri.

La direzione *marketing*, con il supporto della direzione affari legali e societari e dell'*investor relation manager* per gli aspetti contenutistici, cura la predisposizione e manutenzione del sito internet delle Società in conformità alle raccomandazioni di Consob, con particolare riferimento all'opportunità d'improntare anche l'utilizzo di questo canale di comunicazione al principio di correttezza, evitando il perseguimento di finalità meramente promozionali.

Inoltre:

- curare la precisione, la completezza e l'aggiornamento del sito, con particolare riguardo ai suoi contenuti finanziari;
- organizzare i contenuti del sito in modo coerente e semplice, privilegiando l'aspetto della fruibilità e della facilità di accesso da parte dell'utente, prevedendo in particolare l'indicazione della data e, ove necessario, dell'ora degli aggiornamenti e, in caso di siti particolarmente complessi, una mappa del sito, un motore di ricerca, ecc.;
- citare la fonte dell'informazione e indicare anche l'ora della rilevazione nel caso di dati sulle quotazioni e sui volumi scambiati;
- seguire il principio di continuità, salvo giustificato motivo. L'inserimento in modo puramente episodico (non sistematico) di determinati documenti e informazioni renderebbe di fatto scarsamente utile lo strumento;
- pubblicare i rendiconti obbligatori.

Le informazioni da diffondere mediante strumenti multimediali o campagne pubblicitarie di supporto a procedimenti di quotazione e di offerte pubbliche di acquisto e di vendita di strumenti finanziari della società sono trasmesse alle direzioni affari legali e societari per il preventivo invio alla Consob.

Lo sviluppo della *rete Internet* come strumento per la comunicazione e l'informazione finanziaria ha contribuito in modo rilevante al miglioramento del processo di diffusione al pubblico delle notizie relative agli strumenti finanziari quotati utilizzabili ai fini delle scelte di investimento.

Negli ultimi tempi si è registrata, infatti, *una rapida crescita* sia del numero di emittenti strumenti finanziari quotati che utilizzano il proprio sito *web* come mezzo di diffusione delle informazioni finanziarie, sia di siti dedicati all'informazione finanziaria, che spesso presentano anche aree di discussione riservate allo scambio di opinioni ed informazioni da parte degli utenti.

L'impiego della *rete telematica*, tuttavia, genera effetti positivi in relazione allo sviluppo dell'efficienza del mercato a condizione che venga garantito il rispetto dei medesimi principi di veridicità, chiarezza e completezza che regolano l'utilizzo dei canali tradizionali, al fine di non indurre il pubblico in errore su circostanze e fatti essenziali in ordine ai quali si formano le aspettative di mercato e le correlate decisioni di investimento da parte degli investitori.

*Pertanto, al fine di garantire una corretta informazione degli investitori, si raccomanda agli emittenti che utilizzano propri siti Internet di attenersi ai seguenti criteri:*

1. riportare i dati e le notizie nelle pagine *web* secondo adeguati criteri redazionali, che tengano conto della funzione di informazione della comunicazione finanziaria agli investitori, evitando, in particolare, di perseguire finalità promozionali;
2. indicare in chiaro, in ciascuna pagina *web*, la data e l'ora di aggiornamento dei dati;

3. assicurare, nel caso di utilizzo di una seconda lingua oltre a quella italiana che il contenuto sia il medesimo nelle due versioni, evidenziando, in caso contrario, le eventuali differenze;
4. diffondere, nel più breve tempo possibile, un testo di rettifica in cui siano evidenziate le correzioni apportate, nel caso di errori contenuti nell'informazione pubblicata sul sito;
5. citare sempre la fonte dell'informazione in occasione della pubblicazione di dati e notizie elaborati da terzi;
6. dare notizia, nei comunicati previsti dalla normativa applicabile, della eventuale pubblicazione sui siti *web* dei documenti, inerenti agli eventi riportati nei predetti comunicati, che non siano stati messi a disposizione del pubblico attraverso modalità di diffusione alternative;
7. indicare, riguardo ai documenti pubblicati sul sito, se trattasi della versione integrale, ovvero di un estratto o di un riassunto, esplicitando comunque le modalità per il reperimento dei documenti in formato originale;
8. effettuare eventuali rinvii ad altri siti sulla base di principi di correttezza e neutralità e in modo tale da consentire all'utente di rendersi conto agevolmente in quale altro sito si è posizionato;
9. indicare la fonte nonché l'ora effettiva della rilevazione dei dati sulle quotazioni e sui volumi scambiati degli strumenti finanziari eventualmente riportati;
10. consentire una libera consultazione del sito evitando, anche nel caso in cui la gestione delle pagine sia effettuata da terzi, di condizionarne l'accesso alla preventiva comunicazione di dati e notizie da parte degli investitori.

Nell'evidenziare che gli emittenti possono divulgare le informazioni rilevanti per l'art. 114 del TUF mediante Internet, solo a condizione che siano preventivamente adempiuti gli obblighi di comunicazione previsti dalla vigente normativa, si raccomanda agli emittenti che utilizzino siti *web* di:

- a) mettere a disposizione del pubblico tramite Internet i documenti preferibilmente in versione integrale, ovvero assicurare che l'eventuale sintesi rispecchi fedelmente il quadro informativo del documento originale;
- b) pubblicare, attraverso gli stessi siti, la documentazione relativa al bilancio di esercizio, alla relazione sull'andamento della gestione del primo semestre e alla relazione trimestrale;
- c) osservare la massima prudenza negli interventi nei siti di informazione finanziaria, ovvero nei *forum* di discussione, al fine di non alterare la parità informativa tra gli investitori.

Inoltre sarà possibile diffondere informazioni attraverso comunicati o avvisi stampa a pagamento.

Dal 1 febbraio 2005 è in vigore la nuova disciplina relativa agli Schemi di Comunicato *price sensitive*, frutto di un confronto che ha visto coinvolte, insieme a Borsa Italiana e Assonime, le Autorità e le Associazioni di Categoria.

Le previsioni di nuova introduzione, che si applicano a tutti gli emittenti quotati nei mercati gestiti da Borsa Italiana e ai soggetti che li controllano, mirano a soddisfare l'esigenza di una *maggiore standardizzazione* dei comunicati *price sensitive* per una maggiore chiarezza, completezza ed efficienza dell'informativa societaria al mercato.

Sono state elaborate *modalità di rappresentazione*, applicabili a tutti i comunicati *price sensitive*, ed è stato definito *il contenuto minimo* dei comunicati relativi a determinate tipologie di eventi rilevanti.

Nel dettaglio:

- a. Titolo
- b. Sommario
- c. Testo
- d. Contatti societari

a) Il titolo contiene una descrizione oggettiva e sintetica del fatto. Nel caso in cui il comunicato si riferisca a più eventi rilevanti, il titolo fa menzione di ciascun evento.

Qualora poi il comunicato venisse inviato attraverso il Network Information System (NIS), il titolo viene anche inserito nella sezione "oggetto" del NIS.

b) Il sommario riassume gli elementi caratterizzanti del fatto, esposti in forma di tabella o di elenco, così da fornirne una sintesi non fuorviante.

Potrà essere omissivo nel caso in cui il titolo del comunicato contenga già una descrizione esaustiva degli elementi essenziali del fatto.

c) Il testo riporta, in forma articolata, il contenuto della notizia secondo un indice liberamente scelto dalla società, purché tale da assicurare coerenza logica all'esposizione.

Se necessario per assicurare una maggiore chiarezza di contenuto, il testo dovrà essere organizzato in sezioni accompagnate da un titolo.

d) I contatti societari contengono i nominativi delle persone e/o strutture da contattare per informazioni, i relativi recapiti telefonici e di posta elettronica, nonché l'eventuale sito internet della società.

È stato definito il CONTENUTO MINIMO delle comunicazioni concernenti le più comuni tipologie di fatti rilevanti:

- Approvazione dei dati contabili di periodo;

- Approvazione dei rendiconti di gestione e delle relazioni semestrali da parte degli OICR quotati;
- Rilascio di giudizi della società di revisione;
- Diffusione di dati previsionali o obiettivi quantitativi;
- Dimissione e la nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e di altri responsabili chiave;
- Operazioni di acquisizione o cessione;
- Aumenti di capitale e/o emissione di obbligazioni convertibili;
- Emissione di obbligazioni;
- Operazioni su azioni proprie;
- Operazioni di fusione/scissione.

La sezione IA.2.17 introducendo gli schemi di comunicato price-sensitive (previsti all'art. 2.6.5 del Regolamento) intende introdurre *standard di best practice* per le società quotate nella predisposizione dell'informativa da fornire al mercato ai sensi degli artt. 114 Tuf (d.lgs. 58/98) e 66 e ss. del Regolamento Emittenti della Consob (delibera 11971/99).

Resta rimessa agli emittenti la valutazione caso per caso dell'idoneità degli schemi stessi a soddisfare gli obblighi informativi di cui agli artt. 114 Tuf e 66 e ss. del Regolamento Emittenti della Consob (cfr. Sez. IA.2.17, art. 1, co. 2 delle Istruzioni).

I comunicati devono inoltre essere *integrati con le ulteriori informazioni previste* dalla legge, da Consob e da altre autorità, nonché dal Regolamento e dalle Istruzioni di Borsa Italiana.

Ai fini di una tempestiva comunicazione al mercato, è infine previsto, nel contenuto di singoli schemi, che nel caso in cui alcune delle informazioni richieste non siano ancora disponibili al momento della comunicazione al mercato, le stesse saranno diffuse al momento della loro determinazione.

Il comunicato contiene gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti.

### **Ritardo della comunicazione**

L'articolo 114, comma 3, del T.u.f. prescrive i casi in cui è possibile *ritardare* la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate al fine di non pregiudicare legittimi interessi della società.

Indica come circostanze rilevanti ai sensi del comma 1 quelle in cui la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate può compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero può, per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico.

Tra tali circostanze rientrano almeno le seguenti:

a) *le negoziazioni in corso*, o gli elementi connessi, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale andamento.

In particolare, nel caso in cui la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave e imminente pericolo, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza, la comunicazione al pubblico delle informazioni *può essere rinviata per un periodo limitato di tempo*, qualora essa rischi di compromettere gravemente gli interessi degli azionisti esistenti o potenziali, in quanto pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente;

b) *le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo amministrativo* di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'approvazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico.

I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell'articolo 114, comma 3, del Testo unico *devono controllare l'accesso alle informazioni*, affinché venga assicurata la riservatezza, mediante l'adozione di efficaci misure che consentano:

a) *di impedire l'accesso* a tali informazioni a persone diverse da quelle che ne hanno necessità per l'esercizio delle loro funzioni nell'ambito dell'emittente;

b) di garantire che le persone che hanno accesso a tali informazioni *riconoscano i doveri giuridici e regolamentari* che ne derivano e siano a conoscenza delle possibili sanzioni in caso di abuso o di diffusione non autorizzata delle informazioni;

c) *l'immediata comunicazione al pubblico* delle informazioni privilegiate, qualora i medesimi soggetti non siano stati in grado di assicurarne la riservatezza, fatto salvo quanto disposto dall'articolo 114, comma 4, del Testo unico in relazione alla comunicazione a terzi sottoposti a obblighi di riservatezza.

*I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell'articolo 114, comma 3, del Testo unico ne danno senza indugio notizia alla Consob, indicando le connesse circostanze.*

La Consob, avuta notizia ai sensi del comma 4 ovvero in altro modo di un ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, può richiedere ai soggetti interessati, valutando le circostanze dagli stessi rappresentate, di procedere senza indugio a tale comunicazione.

In caso di inottemperanza la Consob può provvedere direttamente a spese degli interessati.

L'art. 114, comma 3, del TUF consente ai soggetti obbligati di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza.

L'art. 66-bis, comma 1, del RE stabilisce che i citati soggetti possono ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate quando ciò si renda necessario al fine di non pregiudicare i propri legittimi interessi.

Il comma 2 dello stesso articolo indica un criterio guida volto a delineare l'ambito delle

circostanze potenzialmente causa di pregiudizio dei legittimi interessi e due ipotesi non esaustive in cui tale facoltà è ammessa.

Al riguardo, si ritiene comunque che l'esercizio di tale facoltà, al di fuori dei casi esemplificativi indicati nell' art. 66-bis, comma 2, del RE, dovrà essere oggetto di attenta valutazione da parte dell'emittente al fine di limitarne l'impiego ai casi in cui siano dimostrabili i presupposti.

L'art. 66-bis, comma 4, del RE prevede la comunicazione alla Consob, da parte dei soggetti interessati, della volontà di avvalersi della facoltà di ritardare l'informazione nonché di tutte le circostanze connesse.

Al riguardo si sottolinea che la citata comunicazione dovrà essere limitata ai casi in cui si verifichi un effettivo ritardo.

Tenendo conto di quanto sopra rilevato in merito alle circostanze da considerare per l'individuazione delle informazioni da pubblicare, il ritardo potrà maturare soltanto a partire dal momento in cui si sia verificato un complesso di circostanze o un evento rilevanti ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF e dell'art. 66, comma 1, del RE.

Prima di questo momento non sussistendo un obbligo di comunicazione non trova applicazione neppure la disciplina del ritardo.

Si evidenzia, che in relazione ai fatti aziendali esiste una delicata fase preparatoria di durata non ben definita, in cui è necessario che l'informazione, in relazione alla quale non sussiste ancora l'obbligo di comunicazione al pubblico, sia oggetto di un regime classificato di confidenzialità all'interno dell'organizzazione d'impresa.

Il mancato rispetto di tale regime comporta l'obbligo di pubblicazione (immediata o senza indugio, secondo quanto previsto dall'art. 114, comma 4, TUF) non già per il venir meno delle condizioni del ritardo, ma in via autonoma, trattandosi comunque di ripristinare una situazione di parità informativa nel mercato.

In relazione al contenuto della comunicazione alla Consob della volontà di avvalersi della facoltà di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, si rileva che le circostanze connesse da segnalare sono da riferire in modo stretto alle informazioni oggetto del ritardo e, in particolare, alle motivazioni e ad ogni altra circostanza che l'emittente ritenga debba essere comunicata alla Consob ai fini di una compiuta valutazione della condotta segnalata.

Sul punto si chiarisce che il ritardo può trovare applicazione anche con riferimento agli eventi e alle circostanze delle controllate degli emittenti quotati.

In relazione alla comunicazione alla Consob della decisione del ritardo della comunicazione (art. 66-bis, comma 4) e alla conseguente possibilità per la stessa Consob di richiedere comunque la diffusione dell'informazione (art. 66-bis, comma 5), si precisa che la valutazione di tutti gli interessi coinvolti costituisce principio guida dell'attività istituzionale della Consob in tutte le ipotesi e quindi anche nell'ipotesi, opposta a quella considerata nell'osservazione, di mancata comunicazione dell'intenzione di ritardare la diffusione dell'informazione.

L'esigenza rappresentata trova inoltre già risposta nei doveri di imparzialità ed efficacia dell'attività amministrativa della Consob fissati dai principi generali.

Quanto al contenuto della comunicazione, la previsione relativa alla comunicazione della notizia del ritardo e delle "*connesse circostanze*" appare sufficientemente chiara ai fini della indicazione del contenuto della notifica.

*Le circostanze* non possono che riferirsi alle informazioni oggetto del ritardo, alle motivazioni e ad ogni altra circostanza che l'emittente ritenga debba essere comunicata alla Consob ai fini di una compiuta valutazione della condotta segnalata.

### **Operazioni effettuate da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate ad essi**

L'art 114, comma 7, del TUF disciplina le operazioni di compravendita - effettuate dai manager di un emittente quotato, anche per interposta persona - di azioni emesse

dall'emittente medesimo o altri strumenti finanziari ad esse collegati, prevedendo una apposita comunicazione da rendere alla Consob e al mercato.

La stessa comunicazione è dovuta anche da chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10% del capitale sociale e da ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato.

Sono soggette a obblighi di trasparenza anche le operazioni compiute da persone strettamente legate ai predetti soggetti rilevanti.

Nell'art. 152-sexies viene definito l'"emittente quotato" come le società indicate nell'articolo 152-septies, comma 1.

La definizione "*strumenti finanziari collegati alle azioni*" è la seguente:

- b.1) gli strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere le azioni;
- b.2) gli strumenti finanziari di debito convertibili nelle azioni o scambiabili con esse;
- b.3) gli strumenti finanziari derivati sulle azioni indicati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico;
- b.4) gli altri strumenti finanziari, equivalenti alle azioni, rappresentanti tali azioni;
- b.5) le azioni quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato e gli strumenti finanziari di cui alle lettere da b.1) a b.4) ad esse collegate;
- b.6) le azioni non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato, quando il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato, come risultante dall'ultimo bilancio approvato, e gli strumenti finanziari di cui alle lettere da b.1) a b.4) ad esse collegate.

I "*soggetti rilevanti*" ( Amministratori; Sindaci effettivi; Vice Direttori Generali; il Responsabile della Direzione Planning, Finance & Administration) sono invece: c.1) i componenti degli organi di amministrazione e di controllo di un emittente quotato;

c.2) i soggetti che svolgono funzioni di direzione in un emittente quotato e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato;

c.3) i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future in una società controllata, direttamente o indirettamente, da un emittente quotato, se il valore contabile della partecipazione nella predetta società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato, come risultante dall'ultimo bilancio approvato;

c.4) chiunque altro detenga una partecipazione, calcolata ai sensi dell'articolo 118, pari almeno al 10 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato, rappresentato da azioni con diritto di voto, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato.

La definizione di "*dirigenti*", contenuta nelle lettere c.2 ) e c.3), si premette che devono essere verificate congiuntamente le due condizioni indicate nelle medesime lettere,

riguardanti il regolare accesso a informazioni privilegiate e la detenzione del potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato.

Pertanto, i soggetti che rientrano in tale definizione possono non coincidere con i soggetti che devono essere inclusi nel registro di cui all'art. 152-bis del RE, per i quali è previsto esclusivamente il possesso del primo requisito e per i quali non è richiesto che rivestano il ruolo di dirigente.

L'individuazione dei *dirigenti rilevanti* per la definizione di cui alle lettere c.2) e c.3) dovrà pertanto essere effettuata dall'emittente quotato sulla base di un'analisi condotta caso per caso, che tenga conto della propria struttura organizzativa e decisionale, non essendo possibile identificare a priori "posizioni" standard che rispettino i due requisiti.

In via generale, si ritiene che debbano *essere inclusi i dirigenti* che, oltre ad avere accesso a informazioni privilegiate, possono prendere, per effetto di un conferimento anche implicito di poteri, decisioni strategiche che abbiano effetto *sull'intera società* e non solo su singole linee di attività, a meno che queste non rappresentino la parte preponderante dell'attività complessiva dell'emittente quotato.

Inoltre sono inclusi i *dirigenti* che hanno un potere decisionale autonomo, cioè non soggetto ad approvazione di altri organismi decisionali dell'emittente quotato, mentre non è necessario che tale potere sia solitario, essendo sufficiente che il dirigente sia membro dell'organismo che ha il potere decisionale.

Per le *società controllate indirettamente dall'emittente quotato*, e comunque per tutte quelle nelle quali la partecipazione dell'emittente quotato avviene anche in via indiretta, la condizione di "*rilevanza*" viene calcolata in riferimento al peso effettivo che la partecipazione in tali società riveste sull'attivo dell'emittente quotato.

In particolare, per ogni società controllata indirettamente, si calcola in primo luogo *il valore "effettivo"* della partecipazione detenuta dall'emittente quotato prendendo il valore contabile delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente in tale società dall'emittente quotato, "diluito" nel caso di partecipazioni indirette, per le quote di partecipazione nelle società interposte.

Si rapporta poi tale valore al valore dell'attivo risultante dal bilancio civilistico dell'emittente quotato, al fine di verificare se tale rapporto supera o meno il 50%.

In maniera analoga a quanto previsto per la lettera d.3, gli interessi economici equivalenti in una società di persone sono presenti quando il soggetto rilevante detiene, da solo o congiuntamente a persone strettamente legate, una quota superiore al 50% dei diritti agli utili.

Per quanto riguarda l'individuazione delle *persone rilevanti* nelle società *controllate dall'emittente quotato*, indicate nella lettera c.3), si applicano le indicazioni fornite al punto precedente in merito alla definizione di funzioni di direzione e di dirigenti che

abbiano il regolare accesso a informazioni privilegiate e che detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future della società controllata.

Le società controllate dall'emittente quotato sono sia quelle controllate direttamente che indirettamente per le quali si realizza la condizione di "rilevanza" indicata nella lettera c.3).

Per quanto riguarda la definizione *di società controllate da un soggetto rilevante* o da una persona strettamente legata, vengono considerate le società nelle quali il soggetto rilevante o una persona a lui strettamente legata detenga una quota significativa della proprietà, in quanto solo in questo caso gli effetti economici di transazioni concluse dalla società possono essere riconducibili al soggetto stesso.

In particolare si considera esserci una quota significativa quando al soggetto sia riconducibile una quota di diritti agli utili superiore al 50%.

La quota di diritti agli utili nel caso di una catena di società controllate è calcolata "ponderando" le quote di diritti agli utili detenute nei singoli livelli: ad es. se il soggetto rilevante X controlla tre società A, B e C e detiene direttamente una quota di diritti agli utili nella società A pari al 100%, mentre A ha una quota di diritti agli utili di B pari al 51% e B ha una quota di diritti agli utili di C pari al 51%, la quota di diritti agli utili del soggetto X in A è pari al 100%, in B è pari al 51% (100%\*51%) e in C pari la 26% (100%\*51%\*51%).

Di conseguenza solo A e B saranno tenute a comunicare le operazioni sulle società rispetto alle quali X è soggetto rilevante o soggetto strettamente legato a un soggetto rilevante.

Per l'identificazione dei *soggetti che detengono una partecipazione* pari almeno al 10% del capitale sociale dell'emittente quotato, di cui alla lettera c.4), si applicano i criteri di cui all'art. 118 del RE.

Pertanto si tiene conto delle azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi, delle azioni di cui non è titolare, ma rispetto alle quali spetta o è attribuito il diritto di voto, delle azioni di cui sono titolari o su cui spetta il diritto di voto interposte persone, fiduciari e società controllate.

Qualora più soggetti siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione tali obblighi possono essere assolti da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati.

Per l'identificazione dei *soggetti che controllano l'emittente quotato* si applica la definizione di controllo dell'art. 93 del TUF.

Sono soggetti controllanti tutti coloro che controllano direttamente o indirettamente l'emittente quotato.

Qualora più soggetti, tra loro legati da rapporti di controllo, siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione tali obblighi possono essere assolti da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati.

Agli obblighi di comunicazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze si applica il comma 6 dell'art. 120 del TUF.

Pertanto tale Ministero comunica solo le operazioni compiute nelle società in cui partecipa direttamente in misura superiore al 10% o che sono da esso controllate direttamente, mentre le operazioni compiute dalle controllate del Ministero medesimo, qualora siano controllanti o detengano una partecipazione superiore al 10%, sono comunicate dalle controllate stesse.

Le "*persone strettamente legate ai soggetti rilevanti*" sono :

- d.1) il coniuge non separato legalmente, i figli, anche del coniuge, a carico, e, se conviventi da almeno un anno, i genitori, i parenti e gli affini dei soggetti rilevanti; d.2) le persone giuridiche, le società di persone e i trust in cui un soggetto rilevante o una delle persone indicate alla lettera d.1) sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione;
- d.3) le persone giuridiche, controllate direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o da una delle persone indicate alla lettera d.1);
- d.4) le società di persone i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di una delle persone indicate alla lettera d.1); d.5) i trust costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o di una delle persone indicate alla lettera d.1).

In relazione a tale argomento si premette che l'inclusione, accanto alle persone fisiche legate al soggetto da determinati rapporti di parentela, di alcune tipologie di persone giuridiche nell'ambito di applicazione della disciplina è finalizzata ad evitare forme di elusione della trasparenza.

In tale ottica appare opportuno limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con tale finalità, definendo criteri di identificazione delle persone giuridiche da considerare basati sull'effettiva possibilità che l'operatività di tali soggetti sia in grado di procurare concreti benefici economici al soggetto rilevante.

*Per l'identificazione, quali persone strettamente legate ai soggetti rilevanti, delle persone giuridiche, e ove compatibile delle società di persone e trust di cui alla lettera d.2), si precisa che la funzione di gestione è quella svolta dal soggetto o dall'organo titolare dei poteri di amministrazione (amministratore unico, consiglio di amministrazione o consiglio di gestione).*

Si considera titolare, da solo, della funzione di gestione il soggetto rilevante che rivesta la carica di amministratore unico.

Nel caso di più amministratori, il soggetto rilevante è titolare della funzione di gestione nel caso in cui più della metà del consiglio sia composto dal soggetto rilevante e/o da persone a lui strettamente legate indicate alla lettera d.1).

L'art.152-septies stabilisce che l'articolo 114, comma 7, del Testo unico *si applica*:

- a) alle società italiane emittenti azioni negoziate nei mercati regolamentati italiani o comunitari;
- b) alle società che non abbiano sede in uno stato comunitario che sono tenute a depositare in Italia le informazioni annuali relative alle azioni ai sensi dell'articolo 10 della direttiva 2003/71/CE.

Gli obblighi previsti dall'articolo 114, comma 7, si applicano alle operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione o scambio di azioni o di strumenti finanziari collegati alle azioni.

Mentre non sono comunicate:

- a) le operazioni il cui importo complessivo non raggiunga i cinquemila euro entro la fine dell'anno; per gli strumenti finanziari collegati derivati l'importo è calcolato con riferimento alle azioni sottostanti;
- b) le operazioni effettuate tra il soggetto rilevante e le persone ad esso strettamente legate;
- c) le operazioni effettuate dallo stesso emittente quotato e da società da esso controllate.

L'importo indicato al comma 3, lettera a) dell'art 152 septies , è calcolato sommando le operazioni, relative alle azioni e agli strumenti finanziari ad esse collegati, effettuate per conto di ciascun soggetto rilevante e quelle effettuate per conto delle persone strettamente legate a tali soggetti.

L'art. 152-septies del RE disciplina l'ambito di applicazione delle disposizioni contenute nell'art. 114 TUF comma 7.

Al riguardo, in tema di *tipologia delle operazioni*, si precisa che: sono *escluse* dall'obbligo di dichiarazione le transazioni che non hanno corrispettivo economico quali le donazioni e le eredità, mentre sono *incluse* le permuta. In tale ultimo caso andrà considerato come prezzo della transazione il valore stimato degli strumenti finanziari oggetto della permuta;sono *altresì escluse* le assegnazioni a titolo gratuito di azioni o di diritti di acquisto o sottoscrizione e l'esercizio di tali diritti quando derivino da piani di compensi previsti dall'art. 114 bis;sono invece *comunicate* le vendite di azioni rivenienti dall'esercizio di tali diritti o dall'assegnazione gratuita; per le operazioni effettuate nell'ambito di un rapporto di gestione su base individuale di portafogli di investimento, nel caso in cui esse non derivino da un'istruzione del cliente, gli obblighi di comunicazione decorrono dal giorno in cui il cliente riceve la comunicazione da parte dell'intermediario delle operazioni stesse.

La soglia di 5.000 euro è calcolata nell'ambito di un anno solare.

L'art. 152-octies descrive le modalità e i tempi delle comunicazione alla Consob e al pubblico.

I soggetti rilevanti indicati nell'articolo 152-sexies, comma 1, lettere c.1), c.2) e c.3) comunicano alla Consob le operazioni sulle azioni e sugli strumenti finanziari collegati, compiute da loro stessi e dalle persone strettamente legate entro *cinque giorni* di mercato aperto a partire dalla data della loro effettuazione.

L'emittente quotato pubblica, con le modalità previste dall'articolo 66, commi 2 e 3, le informazioni ricevute ai sensi del comma 2, entro la *fine del giorno* di mercato aperto successivo a quello del loro ricevimento.

I soggetti rilevanti indicati nell'articolo 152-sexies, comma 1, lettera c.4) comunicano alla Consob e pubblicano, con le modalità previste dall'articolo 66, comma 2 le informazioni indicate al comma 1, entro la *fine del quindicesimo giorno* del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione.

La comunicazione al pubblico prevista dal comma 4 può essere effettuata, per conto dei soggetti rilevanti ivi indicati, dall'emittente quotato, a condizione che, previo accordo, tali soggetti rilevanti inviino le informazioni indicate al comma 1 all'emittente quotato, nei termini indicati al comma 4.

In tal caso l'emittente quotato pubblica, con le modalità previste dall'articolo 66, commi 2 e 3, le informazioni *entro la fine del giorno* di mercato aperto successivo a quello in cui ha ricevuto le informazioni dai predetti soggetti rilevanti.

La comunicazione alla Consob prevista dai commi 1 e 4 può essere effettuata, per conto di tutti i soggetti rilevanti, dall'emittente quotato entro i termini, rispettivamente, indicati nei predetti commi.

Gli emittenti quotati e le società da questi controllate, indicate nell'articolo 152-sexies, comma 1, lettera c.3), devono:

- a) istituire una procedura diretta a identificare tra i propri dirigenti i soggetti obbligati a effettuare le comunicazioni previste dall'articolo 114, comma 7, del Testo unico, come individuati nello stesso articolo e nel presente Titolo;
- b) dare informazione ai soggetti identificati ai sensi della lettera precedente dell'avvenuta identificazione e degli obblighi connessi.

I soggetti rilevanti rendono nota alle persone strettamente legate la sussistenza delle condizioni in base alle quali tali ultime persone sono tenute agli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 7, del Testo unico.

L'art. 152-octies del RE disciplinando le modalità e i tempi della comunicazione da rendere alla Consob e al pubblico precisa che:

- il termine di *5 giorni* per la comunicazione a Consob e all'emittente ai sensi dei commi 1 e 2 dell'art. 152-octies si calcola escludendo il giorno dell'operazione;
- la pubblicazione da parte dell'emittente quotato ai sensi del comma 3 delle comunicazioni ricevute è effettuata entro *il giorno successivo* al suo ricevimento,

anche qualora la comunicazione sia stata inviata all'emittente prima del 5° giorno;

- la comunicazione alla Consob per conto dei soggetti rilevanti effettuata dall'emittente quotato ai sensi del comma 6 *si ritiene automaticamente assolta* se la pubblicazione è effettuata tramite i sistemi telematici di trasmissione delle informazioni attuati dalla società di gestione dei mercati entro i termini stabiliti ai commi 1 e 4.

Per quanto riguarda la comunicazione al pubblico da parte degli emittenti quotati di cui ai commi 3 e 5, la Consob raccomanda che l'emittente quotato diffonda tutte le comunicazioni pubblicate ai sensi dell'art. 152-octies sul proprio sito internet, secondo quanto previsto dal comma 5 del citato articolo.

A tal fine si raccomanda di creare nel sito internet una apposita sezione denominata "**internal dealing**" accessibile nella sezione dedicata alle relazioni con gli investitori.

Si sottolinea infine che, pur venendo meno l'obbligo per gli emittenti di dotarsi di codici di comportamento atti a disciplinare l'attività di **internal dealing**, già richiesti dal Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. le stesse società, successivamente all'abrogazione di tali previsioni, hanno facoltà di adottare comunque strumenti equivalenti per disciplinare aspetti attinenti a tale materia, regolati o meno dalla legge e dal RE.

A tale riguardo si può citare, ad esempio, l'adozione di procedure dirette a regolare eventuali accordi con soggetti esterni, a fissare i tempi per l'acquisizione dei dati, ovvero ad individuare i c.d. "*black period*".

Nel caso in cui gli emittenti dovessero prevedere, nelle forma di autodisciplina, *ulteriori obblighi* di comunicazione in relazione a operazioni di compravendita effettuate da persone diverse da quelle indicate nell'art. 152-sexies del RE, tali informazioni non devono essere trasmesse attraverso le modalità previste dall'art. 152-octies ma costituire oggetto di invio al pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del RE.

Gli emittenti quotati devono individuare il *soggetto preposto* al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato delle informazioni previste.

### **Registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate.**

In attuazione del disposto della direttiva 2004/72/ce (articolo 5) è stato introdotto nel Testo Unico della Finanza il nuovo art. 115-bis relativo ai Registri delle persone che hanno accesso ad Informazioni Privilegiate, che *prescrive* agli emittenti quotati e ai soggetti in rapporto di controllo con essi, o alle persone che agiscono in loro nome o per loro conto, di istituire (e mantenere regolarmente aggiornato), un registro delle persone che, in ragione *dell'attività lavorativa* o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni privilegiate di cui all'articolo 114, comma 1.

Considerato che la *funzione* del registro è strettamente connessa all'evidenziazione del collegamento tra informazione privilegiata e soggetto che vi ha accesso è evidente che la necessità della registrazione si presenta nel momento in cui detto accesso si determina

Il legislatore comunitario, nel dichiarare *le finalità* sottese all'istituzione del registro degli *insiders sottolinea* che, oltre a rappresentare un valido *strumento di indagine* e di *vigilanza* per le autorità, rappresenta un'opportunità *organizzativa* per i soggetti cui è imposta la creazione dello stesso.

“Un siffatto registro” si legge nella direttiva “*può servire agli emittenti e ai soggetti citati per controllare il flusso delle informazioni privilegiate e per gestire in tal modo i loro obblighi di riservatezza*”, consentendo loro di “*determinare quali informazioni privilegiate siano in possesso delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate e la data a partire dalla quale vi hanno avuto accesso*”.

La Consob, al Punto 137 del documento “Revisione Regolamenti Emittenti e Mercati - Recepimento della Direttiva Europea sugli abusi di mercato - ha osservato che “*I registri per essere significativi devono riflettere le politiche poste in essere dal soggetto obbligato in tema di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate*”.

Una opportunità che si potrebbe trarre dagli adempimenti che gli emittenti e gli altri soggetti destinatari delle norme dettate dal T.U.F. sono chiamati ad assolvere risiede nel *coordinamento* tra detti obblighi organizzativi con le discipline dettate dal D.Lgs. n. 231 del 2001 e dall'articolo 187-*quinquies* del D.Lgs. 58 del 1998.

Da un lato, infatti, la realizzazione all'interno della struttura degli enti di sistemi finalizzati alla gestione e comunicazione delle informazioni privilegiate, nonché alla individuazione delle operazioni sospette presuppone di per sé un'analisi assimilabile a quella richiesta dal legislatore per l'individuazione delle attività cosiddette “*a rischio di illecito*”.

Dall'altro, le medesime procedure realizzate o implementate per assolvere agli obblighi di cui agli articoli 114, 115-*bis* e 187-*nonies*, consistendo nella razionalizzazione della gestione interna ed esterna delle informazioni privilegiate e nella individuazione e segnalazione di sospetti abusi di mercato, integrano esse stesse *meccanismi idonei a prevenire tali illeciti*.

A riprova di ciò, è sufficiente citare il legislatore comunitario.

Appare utile, innanzitutto, richiamare il punto n. 27 dei “considerando” della Direttiva 2003/6/CE, ove si legge chiaramente che “*Gli operatori del mercato dovrebbero*

*contribuire alla prevenzione degli abusi di mercato e adottare disposizioni strutturali intese a prevenire e identificare pratiche di manipolazione del mercato. Tali disposizioni possono includere la trasparenza delle operazioni effettuate, [...] l'introduzione di un efficace sistema relativo all'individuazione di ordini atipici".*

Trattasi proprio di quegli adempimenti imposti dagli articoli 114 e 187-*nonies* del D.Lgs. 58 del 1998 in materia di segnalazione delle operazioni sospette e di comunicazione al pubblico.

In secondo luogo, dal momento che, sempre ai sensi della Direttiva 2003/6/CE, “*Una maggiore trasparenza quanto alle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente e, se del caso, da persone che sono loro strettamente legate costituisce una misura preventiva contro gli abusi di mercato*”, gli adempimenti in materia di ***internal dealing*** potranno certamente reputarsi tra i meccanismi organizzativi che l'ente deve realizzare ai fini dei modelli di prevenzione degli illeciti.

L'istituzione di un *registro degli insiders*, non solo è definita dalla Direttiva 2004/72/Ce come “*una misura valida per la tutela dell'integrità del mercato*”, ma rappresenta un meccanismo idoneo a creare un *effetto deterrente contro gli illeciti* che può reputarsi senz'altro parte integrante dei modelli organizzativi richiesti sia dal D.Lgs. n. 231 del 2001 sia dall'art. 187-*quinquies* del D.Lgs. n. 58 del 1998.

Gli enti, nell'assolvere agli obblighi organizzativi imposti dagli articoli 114, 115-*bis* e 187-*nonies* T.U.F., potranno trasformare una necessità in una duplice utilità:

- a) l'adempimento agli obblighi di legge fornirà l'occasione per razionalizzare ed implementare le proprie regole interne e la propria struttura, con tutti i benefici che possono agevolmente immaginarsi;
- b) attraverso un corretto coordinamento con la disciplina della responsabilità amministrativa dei soggetti per gli illeciti delle persone fisiche, gli enti non solo potranno essere *compliant* con le regole dettate dal D.Lgs. n. 58 del 1998 e dalla Consob, ma potranno anche beneficiare *delle esimenti* di cui agli articoli 6 e 7 del D.Lgs. n. 231 del 2001 e 187-*quinquies* T.U.F.

La *finalità* della disciplina è quella di sviluppare una maggiore attenzione degli *operatori sul valore delle informazioni* e, quindi, di stimolare la costituzione di adeguate procedure interne.

Secondo la Consob lo strumento del registro dovrebbe comportare una significativa riduzione del fenomeno dei *rumour* di mercato.

Si consideri inoltre che lo stesso agevolerà le autorità competenti nello svolgimento delle indagini di insider trading, costituendo uno degli strumenti che i soggetti obbligati alla nuova normativa dovranno adottare a presidio della riservatezza delle informazioni privilegiate.

L'approccio regolamentare previsto dalla direttiva sugli abusi di mercato è quello di limitare gli interventi prescrittivi sull'organizzazione interna di emittenti e intermediari.

La direttiva indica obblighi di risultato e non di mezzo.

Così è anche per la disciplina dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate.

I registri per essere significativi devono riflettere le politiche poste in essere dal soggetto obbligato in tema di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate.

Ciò chiarito, l'emittente è libero di gestire e organizzare il registro secondo le proprie esigenze.

All'interno del gruppo la politica sulla circolazione e sul monitoraggio delle informazioni privilegiate è di gruppo.

Se infatti la controllata fosse indipendente dalla controllante, quest'ultima non sarebbe in grado di monitorare le informazioni privilegiate che circolano presso la controllata e quindi la controllante non sarebbe in grado di gestire il registro della controllata.

Il Testo unico non consente alla Consob di escludere dall'obbligo le società in rapporto di controllo con l'emittente e, in particolare, le società da esso controllate.

Si evidenzia, al riguardo, che le *società controllate* sono soggette all'obbligo di predisporre un registro solo nei limiti delle informazioni privilegiate che riguardano l'emittente.

Per altro verso si osserva che l'*emittente* potrebbe essere – al limite – una semplice società di partecipazioni e non gestire alcuna delle informazioni privilegiate che lo riguardano.

Pertanto, si ritiene che la possibilità – sopra prevista – di *istituire registri di gruppo* consenta di ridurre i costi di gestione dei registri.

Le agenzie di *rating* sono costrette a predisporre le procedure relative alla circolazione e al monitoraggio delle informazioni privilegiate *in tutti i Paesi* nei quali sono attive.

Il CESR nel documento di consultazione degli *advice* per la Commissione europea (“*Market Abuse Additional Level 2 Implementing Measures*” CESR/03-102b) aveva incluso in un *elenco esemplificativo* dei soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti anche le società di *rating*.

L’elenco illustrativo non venne poi inserito negli *advice* finali per la Commissione europea in quanto era stato ritenuto più adeguato per il livello 3 (cfr. *Feedback Statement* CESR/03-213b).

Si osserva, infine, che il tema dell’applicabilità della disciplina alle società di *rating* è prossimo a quello che si pone per le società di revisione e per gli *sponsor*, cioè per società che devono essere considerate indipendenti ma che vengono remunerate dall’emittente stesso.

Si ritiene al riguardo che società di revisione e gli *sponsor* siano soggetti all’obbligo in esame.

In relazione *all’ambito di applicazione* della disciplina in esame, si rileva che *sono tenuti ad istituire* e mantenere un registro, ai sensi dell’art. 115-*bis*, in via primaria gli *emittenti quotati* e i soggetti in rapporto di controllo con essi.

In relazione a questi ultimi si evidenzia che sono da ritenere soggetti agli obblighi in questione sia i controllanti sia le società controllate.

*Gli emittenti quotati* sono le società come definite dall’art. 1, comma 1, lett. w), del TUF, e pertanto tutti i soggetti *italiani o esteri* che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani.

Atteso che l’estensione degli obblighi di informazione al pubblico, agli emittenti per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni, è stabilita dal comma 12 dell’art. 114 del TUF, soltanto con riferimento agli adempimenti previsti dal medesimo articolo, la disciplina di legge non prevede un obbligo di tenuta dei registri per la fase precedente l’ammissione.

Al riguardo tenuto conto dell'importanza che anche in tale fase il citato strumento può avere al fine della regolare gestione dell'informazione, da parte dei soggetti interessati, è raccomandato agli emittenti per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni, ai loro controllanti e controllati nonché ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto *di anticipare la predisposizione* e tenuta dei registri a partire dalla *data di formulazione della richiesta di ammissione*.

I citati adempimenti si applicano anche alle società di gestione e alle Sicav, con riferimento alle quote o azioni quotate in borsa di ciascun fondo chiuso o OICR aperto indicizzato di pertinenza.

Con riferimento *ai controllanti* le informazioni rilevanti sono quelle relative ad eventi o complessi di circostanze, riguardanti operazioni decise dagli stessi soggetti, direttamente idonee, alla luce delle circostanze concrete, ad influenzare il prezzo dei titoli quotati della controllata.

Parimenti, in relazione alle *società controllate* rilevano tutte le informazioni che possano essere considerate di carattere privilegiato per la controllante quotate, alla luce della significatività delle attività delle predette società controllate.

Nel caso in cui una società controllata abbia strumenti finanziari quotati in un *paese comunitario* diverso dall'Italia si ritiene sufficiente ai fini del rispetto dell'obbligo in esame che siano effettuati i relativi adempimenti previsti nel paese estero di quotazione.

L'art. 152-bis, comma 4, del RE, *consente*, sia alle società in rapporto di controllo con l'emittente sia allo stesso emittente, *di delegare* ad altra società del gruppo *l'istituzione, la gestione e la tenuta del registro* purché le politiche interne relative alla circolazione e al monitoraggio delle informazioni privilegiate consentano alla società delegata un puntuale adempimento degli obblighi connessi.

Al riguardo si precisa che per utilizzare tale facoltà è necessario che la gestione del registro, nell'interesse del soggetto tenuto all'adempimento, avvenga nel rispetto dei doveri posti a garanzia della riservatezza delle informazioni privilegiate e dei divieti sugli abusi di mercato, restando pertanto applicabile l'art. 114, comma 4, del TUF in caso di intenzionale o non intenzionale divulgazione delle informazioni al pubblico.

La disciplina si applica anche al *controllante persona fisica*; in questo caso tale persona dovrà mantenere evidenza di tutti i soggetti che hanno agito in suo nome o per suo conto.

L'art. 115-bis del T.U.F., tale norma sancisce l'obbligo per gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, di "istituire, e mantenere regolarmente aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni indicate all'articolo 114, comma 1".

In relazione *ai soggetti che agiscono in nome o per conto* dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso si rileva che i primi hanno la piena responsabilità dei registri da essi predisposti.

L'emittente o il soggetto in rapporto di controllo sono tenuti ad indicare nei propri registri il *nome del consulente*, se persona fisica, ovvero della società di consulenza unendo, in tale caso, il nominativo di un diretto responsabile dell'attività prestata dalla stessa società di consulenza.

I soggetti che agiscono nel loro nome o per il loro conto devono predisporre un registro contenente tutte le informazioni richieste dall'art. 152-bis del RE.

Tali soggetti devono istituire i registri nel momento in cui abbiano possibilità di accesso all'informazione privilegiata.

Tale adempimento è agevolato dagli emittenti attraverso la formulazione di avvisi a coloro che espletano una funzione per loro conto quando vengano ad essi trasmesse informazioni privilegiate.

Gli emittenti, infatti, al momento della comunicazione delle citate informazioni devono iscrivere nel proprio registro i predetti soggetti e darne loro notizia, attivando di conseguenza l'adempimento da parte dei terzi.

Quanto sopra non esclude la possibilità che, ad esempio, *i consulenti* che prestino la loro attività in via *continuativa* per un emittente quotato istituiscano un registro relativo a tale cliente avendo accesso a singole o a gruppi di informazioni privilegiate attinenti il

medesimo cliente.

In merito all'individuazione *dei soggetti da includere* tra quelli che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso, si osserva che, ai fini di un prudente adempimento della disciplina in esame, è opportuno attenersi ad un'interpretazione non meramente formale delle caratteristiche che qualificano i predetti rapporti.

E' da ritenere, pertanto, che *rientrano* tra tali soggetti, sia pure in modo non esaustivo, le seguenti figure:

a) *i consulenti* vari dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso relativamente ad operazioni riguardanti l'emittente (in materia legale, fiscale, economico aziendale ecc.);

b) *le banche* che organizzano e attuano programmi di finanziamento dell'emittente la cui esistenza è da ritenere rilevante per la stabilità finanziaria dell'emittente ovvero che comportano anche la prestazione di attività di consulenza, quali ad esempio i finanziamenti strutturati, i finanziamenti destinati alla ristrutturazione del debito e quelli collegati ad altre operazioni straordinarie;

c) *i soggetti abilitati che detengano informazioni privilegiate* relative all'emittente, in qualità di aderenti a consorzi di collocamento e garanzia per l'emissione di strumenti finanziari, con esclusione della ordinaria attività di *trading* nell'ambito dello svolgimento dei servizi di intermediazione;

d) *le società di revisione*;

e) *i soggetti abilitati* che svolgono la funzione di *sponsor* a favore di un emittente.

I soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti quotati in Italia o dei soggetti in rapporto di controllo con essi sono tenuti ad adempiere agli obblighi di istituzione e mantenimento dei registri secondo le modalità previste dalla disciplina italiana anche se detti soggetti sono quotati in altri paesi comunitari.

Da un punto di vista generale si osserva che l'universo delle *persone da iscrivere nei registri* non coincide con quello dei soggetti tenuti a comunicare le operazioni di compravendita di azioni emesse dall'emittente medesimo o altri strumenti finanziari ad esse collegati ai sensi dell'art. 114, comma 7, del TUF.

In particolare, per quanto riguarda i *soggetti interni all'emittente* è da ritenere che il numero di quelli che vanno iscritti nei registri sia significativamente e abitualmente più ampio di quello relativo al secondo adempimento.

I soggetti da *includere nei registri* sono infatti tutti quelli che hanno accesso alle informazioni privilegiate, prescindendo dal livello funzionale ricoperto nell'ambito dell'organizzazione aziendale dell'emittente e dei soggetti in rapporto di controllo con esso ovvero dei terzi rilevanti.

Le *persone soggette agli obblighi di informazione* inerenti al c.d. *internal dealing* sono individuati, invece, in funzione dell'appartenenza a livelli apicali dell'emittente (amministrazione, direzione e controllo) nonché sulla base della concorrente capacità di incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dello stesso emittente, oltre che, per altre persone, in relazione allo stretto collegamento con i primi soggetti.

L'art. 115-bis del TUF *prevede* che devono essere iscritte nei registri le persone che "*in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte*" hanno accesso alle informazioni privilegiate.

La *direttiva europea* sugli abusi di mercato specifica che le persone che devono essere iscritte nel registro *sono solo* quelle che lavorano "*per*" il soggetto obbligato in virtù di un contratto di lavoro o altro.

Appare pertanto evidente che è fatto obbligo di indicare nei registri soltanto le persone *che lavorano* per conto, vale a dire nell'interesse di soggetti tenuti alla loro tenuta.

*Non dovranno* quindi, ad esempio, essere inclusi nel registro le controparti in un'operazione di fusione o di acquisizione.

Si evidenzia, tuttavia, che i nominativi delle persone che non lavorano per il soggetto obbligato ma che, comunque, hanno accesso a informazioni privilegiate relative

all'emittente potrebbero essere oggetto di richiesta da parte della Consob nel corso di eventuali indagini in materia di abusi di mercato.

L'art. 115-bis del TUF stabilisce che i soggetti iscritti nei registri sono quelli che "*hanno accesso alle informazioni privilegiate*".

Tale *accesso non* implica necessariamente il *possesso effettivo* di informazioni privilegiate, che è invece requisito essenziale dei comportamenti di abuso di tali informazioni previsti dal TUF.

Per altro verso, l'*accesso* a informazioni privilegiate non deve essere inteso come mera "*eventualità*" di avere accesso a informazioni privilegiate, altrimenti nei registri verrebbero inclusi, ad esempio, tutti i dipendenti di una società quotata e, quindi, la disciplina perderebbe ogni valore.

Per una corretta applicazione delle disposizioni in esame occorre considerare le *procedure interne* del soggetto obbligato in materia di gestione dei *flussi interni* delle informazioni privilegiate.

Nei registri devono essere indicati quindi le persone che in base a tali procedure hanno effettivamente possibilità di *accesso* a informazioni privilegiate, tipicamente i soggetti che *possono entrare in possesso* di informazioni privilegiate in *modo lecito e autorizzato*.

Nei registri, inoltre, andranno indicati anche tutti i soggetti che *entrano effettivamente in possesso* delle informazioni privilegiate, sia pure in *modo occasionale*.

E' necessario provvedere alla registrazione delle persone che dispongano delle informazioni privilegiate *relative sia ad eventi o complessi di circostanze già verificatisi*, per i quali, pertanto, si realizza l'obbligo della diffusione al pubblico, *sia ad eventi o complessi di circostanze di probabile realizzazione*.

Ai sensi dell'articolo 152-*bis* del Regolamento Emittenti (nel quale Consob ha dettato disposizioni attuative della norma contenuta nel Testo Unico della Finanza), *tale registro deve contenere:*

- a) l'identità di ogni persona che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto del soggetto obbligato alla tenuta del registro, ha accesso su base regolare o occasionale a informazioni privilegiate;
- b) qualora la persona sia una persona giuridica, un ente o una associazione di professionisti dovrà essere indicata anche l'identità di almeno un soggetto di riferimento che sia in grado di individuare le persone che hanno avuto accesso a informazioni privilegiate; Si ritiene che il nome e il cognome possano essere sufficienti ma è evidente che in casi di omonimia occorrono anche altri elementi;
- c) la ragione per cui la persona è iscritta nel registro;
- d) la data in cui la persona è stata iscritta nel registro;
- e) la data di ogni aggiornamento delle informazioni riferite alla persona.

Le modalità di *tenuta dei registri* devono tuttavia essere idonee ad assicurare sufficienti requisiti di qualità in ordine alla: i) certezza della data di ogni annotazione; ii) immodificabilità del contenuto.

E' da ritenere comunque che per gli emittenti quotati lo *strumento informatico* risponda in modo migliore alle esigenze di pronta esibizione e agevole consultazione in caso di apposita verifica disposta dalla Consob.

Per quanto concerne le modalità di iscrizione e aggiornamento dei registri si può osservare che è possibile predisporre registri sia "*permanenti*" o "*funzionali*" sia "*occasional*" relativamente alle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate in ragione dei ruoli e delle funzioni svolti.

E' pertanto possibile che un soggetto venga iscritto nel registro in considerazione del fatto che esso lavora presso una specificata unità organizzativa che, in base alle procedure interne dell'emittente sulla circolazione delle informazioni privilegiate, ha accesso a particolari categorie, tipi o gruppi di informazioni privilegiate.

*Non* si ritiene invece ammissibile l'iscrizione di soggetti nel registro *senza l'indicazione delle motivazioni*.

La costituzione di "registri permanenti" non esonera i soggetti obbligati dall'iscrivere nel registro le persone che hanno accesso occasionale a informazioni privilegiate.

Queste ultime persone potranno essere, ad esempio, quelle che si occupano di specifiche informazioni privilegiate (ad esempio quelle che si occupano di un determinato progetto di fusione) o quei dipendenti che sono entrati in possesso di una informazione privilegiata al di fuori delle procedure sulla circolazione delle informazioni privilegiate sottostanti a "registri permanenti".

I registri possono anche essere suddivisi per "*categorie*" di informazioni privilegiate, piuttosto che per singole specifiche informazioni.

In particolare si potrebbero individuare liste contenenti persone in possesso di informazioni privilegiate che si trovano in uno stadio *iniziale* (ad esempio le unità organizzative che presso una merchant bank si occupano della ricezione via posta di informazioni eventualmente privilegiate), *medio* (ad esempio, le unità organizzative che si occupano specificatamente dei fatti sottostanti alle informazioni privilegiate), *avanzato* (ad esempio, i consiglieri di amministrazione) o terminale (ad esempio, le unità organizzative che si occupano della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate); si potrebbe inoltre adottare un criterio *misto*, anche in funzione delle diverse attività dell'emittente o della distribuzione territoriale degli uffici o degli stabilimenti.

Potrebbe inoltre risultare opportuno predisporre un registro delle persone che stabilmente hanno accesso a informazioni relative a eventi rilevanti allo stato iniziale che possano successivamente avere un concreto sviluppo.

La costituzione di tali registri "permanent" o "funzionali" non esonera i soggetti obbligati dall'iscrivere nel registro le persone che hanno accesso occasionale a informazioni privilegiate.

Il Registro forma cartacea, è istituito in modo tale che ciascuna pagina sia numerata in ordine progressivo e sottoscritta dal Tenutario.

Se in forma elettronica, il Registro è registrato su supporto informatico sottoscritto con firma digitale ai sensi della normativa vigente.

*Il Registro è istituito, gestito e tenuto dalla Società anche in nome e per conto delle sue controllate.*

I soggetti controllanti la Società provvedono in via autonoma all'assolvimento degli obblighi a loro carico ai sensi dell'art. 115-bis del TUF e 152-bis del Regolamento.

Il Registro è diviso in due sezioni:(i) nella prima sezione sono indicati i dati delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto della Società, hanno accesso ad informazioni privilegiate, su base regolare o occasionale (“**Sezione Emittente**”) (ii) nella seconda sezione sono indicati i dati delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto delle controllate della Società, hanno accesso ad informazioni privilegiate, su base regolare o occasionale (“**Sezione Controllate**”).

Ciascuna sezione del registro è divisa in due sottosezioni: (i) nella prima sottosezione sono indicati i dati delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte in nome o per conto della Società o le sue controllate (a seconda della sezione) hanno accesso ad informazioni su base regolare (“**Sottosezione A**”); (ii) nella seconda sottosezione sono indicati i dati delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte in nome o per conto della Società o le sue controllate (a seconda della sezione) hanno accesso ad informazioni su base occasionale (“**Sottosezione B**”).

In ciascuna sottosezione le persone sono raggruppate in categorie omogenee, a seconda che si tratti di lavoratori dipendenti, lavoratori autonomi ovvero consulenti.

*Ciascuna Sottosezione A* contiene i dati delle seguenti persone: (i) Presidente del Consiglio di Amministrazione, Amministratore Delegato,Consiglieri, Presidente del Collegio Sindacale e Sindaci nonché Segretariodel Consiglio di Amministrazione (se diverso dai predetti soggetti); (ii) Assistenti del Presidente del Consiglio di Amministrazione e dell'Amministratore Delegato;(iii) dirigenti alle dirette dipendenze del Presidente e dell'Amministratore Delegato; (iv) società di revisione incaricata della revisione contabile (di seguito “Società di revisione”);(v) lavoratori autonomi o consulenti che prestano la loro attività professionale sulla base di un rapporto di lavoro autonomo o di prestazione d'opera retribuita di durata superiore a un anno ed hanno accesso ad informazioni privilegiate.

*Ciascuna Sottosezione B* contiene i dati delle seguenti persone:(i) Lavoratori dipendenti o autonomi che, in relazione a specifiche attività svolte, abbiano accesso a informazioni privilegiate su base occasionale; (ii) consulenti che prestano la loro attività professionale sulla base di un rapporto di consulenza o di prestazione d'opera retribuita di durata inferiore a un anno ed hanno accesso ad informazioni privilegiate.

Il Registro è tenuto a cura della direzione affari legali e societari in *persona del relativo responsabile*, che stabilisce i criteri e le modalità da adottare per la tenuta, la gestione e la ricerca delle informazioni contenute nel Registro, in modo da assicurarne

agevolmente l'accesso, la gestione, la consultazione, l'estrazione e, se istituito in forma elettronica, la stampa.

*L'Amministratore Delegato individua, sentito responsabile del direzione affari legali e societari, il soggetto responsabile della tenuta e dell'aggiornamento del Registro (di seguito "Tenutario").*

Il Tenutario provvede all'aggiornamento del Registro senza indugio rispetto al giorno della comunicazione di una variazione del suo contenuto.

Il Registro contiene i seguenti dati in relazione a ciascuna persona: a) numero di registrazione; b) data di registrazione; c) dati anagrafici (cognome, nome e codice fiscale ovvero denominazione sociale); d) sede legale, numero di iscrizione al Registro delle Imprese e codice fiscale).

Relativamente a persone giuridiche, enti o associazioni di professionisti, sono indicati anche i dati anagrafici delle persone fisiche che:

(i) con riferimento alle controllate della Società, hanno accesso ad informazioni privilegiate che riguardano direttamente la società e le sue controllate in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte presso di esse o ;

(ii) con riferimento alla società di revisione o altri soggetti che agiscono in nome o per conto della Società o delle sue controllate, l'identità di almeno un soggetto di riferimento che sia in grado di individuare le persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, la ragione dell'iscrizione nel Registro; la data di invio della comunicazione alla persona di avvenuta registrazione; la data di aggiornamento delle informazioni già inserite nel Registro; la data di invio della comunicazione di avvenuto aggiornamento delle informazioni contenute nel Registro; la data di cancellazione della persona dal Registro; la ragione della cancellazione della persona dal Registro; la data di invio della comunicazione di avvenuta cancellazione dal Registro.

Qualsiasi modifica o cancellazione di dati è effettuata in modo tale da lasciare leggibili i dati modificati o cancellati.

I dati sono conservati per cinque anni dal venir meno delle circostanze che ne hanno determinato l'iscrizione o l'aggiornamento.

Ai fini della tenuta e dell'aggiornamento del Registro:  
con riferimento alla Società:

- La direzione affari legali e societari della Società comunica per scritto senza indugio al Tenutario i dati riguardanti i componenti gli organi sociali e la società di revisione della Società;
- La direzione organizzazione, qualità e risorse umane della Società comunica per scritto senza indugio al Tenutario i dati riguardanti le persone indicate
- Le persone indicate nelle lettere da (i) a (iii) comunicano per scritto senza indugio al Tenutario i dati riguardanti i lavoratori autonomi ovvero consulenti di cui alla lett.

- (v) ovvero i soggetti da iscrivere nella Sottosezione B;(b) con riferimento a ciascuna controllata della Società;
- L'amministratore delegato della controllata comunica al Tenutario i dati riguardanti le persone indicate, lett. (ii) e (iii) nonché i dati riguardanti i lavoratori autonomi ovvero consulenti ovvero i soggetti da iscrivere nella Sottosezione B;
  - La direzione affari legali e societari della Società, con il supporto dell'amministratore delegato della controllata, comunica per scritto senza indugio al Tenutario i dati riguardanti i componenti gli organi sociali e la eventuale società di revisione della controllata.

L'amministratore delegato della Società, sentita la direzione affari legali e societari, valuta la esclusione di una o più società controllate dagli obblighi di cui alla presente sezione, qualora risulti che nessun persona che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto di tale controllata, abbia accesso ad informazioni privilegiate, su base regolare o occasionale.

L'art. 152-quinque descrive gli obblighi di informazione verso le persone iscritte nel registro.

I soggetti tenuti all'obbligo previsto dall'articolo 115-bis del Testo *unico informano* tempestivamente le persone iscritte nel registro:

- a) della *loro iscrizione* nel registro e degli aggiornamenti che li riguardano;
- b) degli *obblighi* che derivano dall'aver accesso a informazioni privilegiate e delle sanzioni stabilite per gli illeciti previsti nel Titolo I-bis della Parte V del Testo unico o nel caso di diffusione non autorizzata delle informazioni privilegiate.

Il Tenutario invia senza indugio alla persona interessata comunicazione dell'iscrizione nel Registro, della cancellazione dallo stesso e degli aggiornamenti delle informazioni in esso contenute secondo gli schemi .

Il tenutario consegna alle persone che ne fanno richiesta copia dei dati che le riguardano contenute nel Registro.

Le persone adottano misure idonee ad impedire l'accesso alle informazioni privilegiate a persone diverse da quelle che ne hanno necessità per l'esercizio delle funzioni loro assegnate.

In particolare, al fine di assicurarne la riservatezza, esse provvedono ad acquisire, gestire e conservare le informazioni privilegiate:

- (i) solo strettamente necessarie e sufficienti per adempiere ai compiti loro assegnati e per il tempo a ciò strettamente necessario, provvedendo alla loro tempestiva archiviazione non appena cessata la specifica esigenza in relazione alla quale ha acquisito dette Informazioni;
- (ii) secondo le comuni regole della prudenza e della diligenza professionale nonché con la massima riservatezza;
- (iii) con modalità idonee ad evitare che terzi non autorizzati prendano conoscenza delle Informazioni nonché ad impedire l'accesso a soggetti diversi da quelli

che ne hanno necessità per l'esercizio delle loro funzioni e attività.

Sembra appropriato che il soggetto obbligato preveda sempre una disposizione interna, che richieda al dipendente già iscritto nel registro, che dovesse comunicare un'informazione privilegiata a soggetti che, in base alle procedure interne, non hanno accesso a tale informazione privilegiata, di comunicare tale circostanza alla funzione che si occupa della gestione del registro.

Si potrebbe inoltre adottare un criterio misto, anche in funzione delle diverse attività dell'emittente o della distribuzione territoriale degli uffici o degli stabilimenti.

L'art. 152-ter prevede l'aggiornamento del registro

Il registro viene aggiornato senza indugio quando:

- a) cambia la ragione per cui la persona è iscritta nel registro;
- b) una persona deve essere iscritta nel registro;
- c) occorre annotare che una persona iscritta nel registro non ha più accesso a informazioni privilegiate e a partire da quando.

L'art. 152-quater prevede la conservazione del registro stabilendo che i dati relativi alle persone iscritte nel registro sono mantenuti per almeno cinque anni successivi al venir meno delle circostanze che hanno determinato l'iscrizione o l'aggiornamento.

I soggetti obbligati a istituire e mantenere i registri devono prevedere modalità di iscrizione nel registro che siano sufficientemente efficaci in termini di individuazione dei soggetti interessati e di verifica dell'effettivo funzionamento dei presidi volti a mantenere la confidenzialità delle informazioni privilegiate.

L'art. 152-quater del RE prevede che i dati relativi alle persone iscritte nel registro siano mantenuti per almeno cinque anni successivi al venir meno delle circostanze che hanno determinato l'iscrizione o l'aggiornamento.

Sulla base di tale disposizione si fa osservare che l'eventuale cessazione di un particolare incarico (ad esempio, direttore amministrativo) che fa venire meno l'accesso a una data informazione privilegiata (ad esempio, elaborazione delle situazioni contabili) costituisce anch'esso un evento soggetto a registrazione. In tale caso il nominativo del citato dipendente dovrà restare per altri cinque anni nel registro a far data dall'ultima registrazione coincidente con la predetta cessazione dell'incarico.

**Il soggetto preposto all'informativa al mercato**

Il Responsabile della Direzione Planning, Finance & Administration è di solito il soggetto preposto (il “Soggetto Preposto”) alla ricezione ed alla diffusione al pubblico ovvero – ove richiesto – alla trasmissione delle comunicazioni inviate dai Soggetti Rilevanti nei termini previsti.

Nello svolgimento del proprio compito il Soggetto Preposto potrà avvalersi delle risorse appartenenti alla propria Direzione.

Le comunicazioni del Soggetto Rilevante devono se destinate alla società ed a Consob, essere redatte secondo lo schema di cui all’Allegato 6 del Regolamento Consob (contenuto nell’Allegato B della Procedura);

Le comunicazioni dovranno pervenire al Soggetto Preposto mediante:

- a) consegna a mani dietro rilascio di apposita ricevuta;
- b) trasmissione via fax ;
- c) trasmissione via mail.

Il Soggetto Rilevante, ovvero altro soggetto che si presumerà dallo stesso autorizzato, è tenuto a preannunciare telefonicamente la comunicazione.

Il Soggetto Preposto provvede a dare informativa: alla Consob ed al pubblico ed alle Autorità di Vigilanza del contenuto delle comunicazioni ricevute dai Soggetti Rilevanti nei seguenti termini:

- a) al pubblico *entro la fine del giorno di mercato aperto successivo* a quello di ricevimento della comunicazione ;
- b) ove richiesto, alla Consob *entro 5 giorni di mercato aperto* a partire dalla data dell’effettuazione dell’operazione,

Il Soggetto Preposto adempie ai compiti usando “Network Information System”(NIS) organizzato e gestito dalla Borsa Italiana.

Il Soggetto Preposto cura che le comunicazioni ricevute dal Soggetto Rilevante siano pubblicate sul sito web (ove presente), nell’apposita sezione dedicata, tempestivamente e comunque nel rispetto di eventuali prescrizioni normative o regolamentari.

### **INTERNAL DEALING**

In seguito al recepimento nell’ordinamento italiano della normativa comunitaria in materia di Market Abuse (L. 62/2005), la materia è ora disciplinata dal Testo Unico dell’intermediazione finanziaria (D. Lgs. n. 58/1998 e successive modifiche), dal Regolamento Emittenti emanato da Consob (Delibera 11971/1999 e successive modifiche) in applicazione del TUF e dalle raccomandazioni e chiarimenti contenute nella Comunicazione Consob.

*La Società aventi azioni quotate deve adottare una procedura (internal dealing):*

1. per la comunicazione all’esterno di documenti e informazioni riguardanti la Società;

2. una procedura relativa alle operazioni su titoli dell'emittente effettuate da soggetti rilevanti;
3. istituire il Registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate;
4. identificare i soggetti obbligati ad effettuare le comunicazioni in oggetto;
5. dare informazione ai soggetti così identificati dell'avvenuta identificazione e degli obblighi connessi;
6. individuare il soggetto preposto al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato delle informazioni;
7. prevedere dei blocking period;

La Procedura viene emanata in osservanza di quanto disposto dell'art. 114 co. 7 del D. Lgs. 58/1998 e degli artt. 152 sexies – 152 octies del Regolamento adottato con la Delibera Consob 11971/1999, come successivamente modificato e integrato dall'art. 152 octies comma 8 e 9 del Regolamento Emittenti.

La comunicazione all'esterno di informazioni riguardanti la Società è di norma effettuata dall'Amministratore Delegato e dal responsabile delle relazioni con gli investitori.

L'ente deve seguire specifiche procedure per garantire la riservatezza delle informazioni confidenziali e privilegiate destinate agli amministratori, ai sindaci, all'alta direzione ed ai dipendenti o collaboratori che possono disporre di:

- informazioni aventi carattere confidenziale ;
- informazioni privilegiate, cioè informazioni – non rese pubbliche e che riguardano uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari – che, se rese pubbliche, potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi (informazioni cosiddette price sensitive).

Tali disposizioni vietano ai soggetti di cui sopra la comunicazione ad altri soggetti delle citate informazioni se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni.

Le procedure hanno come finalità quella di fornire ai Soggetti rilevanti ed alle Persone strettamente legate ai Soggetti rilevanti una descrizione chiara e precisa della procedura da osservare in caso di compimento di Operazioni rilevanti.

Allo scopo di prevenire ipotesi di utilizzo improprio di informazioni privilegiate e di conseguente pregiudizio per la Società e per gli stessi soggetti, l'ente può prevedere dei blocking period durante i quali alle persone rilevanti è fatto divieto di compiere operazioni sugli strumenti finanziari quotati emessi dalla Società nonché su strumenti finanziari derivati o covered warrant.

Solitamente i blocking period sono i seguenti:

- 60 giorni precedenti la riunione del Consiglio di Amministrazione che rende pubblici il progetto di bilancio o la relazione semestrale ;

- 15 giorni precedenti le riunioni dei Consigli di Amministrazione che rendono pubblici i risultati delle Relazioni trimestrali.

I suddetti blocking period terminano con la diffusione sul mercato dei comunicati con i quali vengono rese pubbliche le informazioni sopra descritte.

Considerato che il Testo unico pone obblighi di comunicazione non solo in capo ai soggetti rilevanti ma anche ai soggetti ad essi strettamente legati, la disciplina proposta prevede che siano i primi a dover informare i secondi del loro status e, quindi, dei loro obblighi (art. 152-octies, comma 9).

*I soggetti rilevanti* provvederanno all'invio delle comunicazioni alla Consob e alla loro pubblicazione dopo averne ricevuto notifica da parte degli interessati.

*I soggetti capigruppo* sono responsabili per la comunicazione alla Consob e al pubblico delle operazioni compiute in proprio e dalle società da loro controllate.

L'occasione è stata, infine, apportata la modifica all'art. 103, comma 2, relativamente alle operazioni di compravendita aventi ad oggetto le quote di partecipazione ai fondi chiusi quotati di pertinenza delle società di gestione del risparmio.

E' stato previsto, inoltre, che la disciplina dell'internal dealing prevista dall'articolo 114, comma 7, del Testo si applichi anche alle società di gestione.

L'informativa agli investitori, al mercato e alla stampa è assicurata dai comunicati stampa, da incontri periodici con gli investitori istituzionali, con la comunità finanziaria e con la stampa, nonché dall'ampia documentazione resa disponibile e costantemente aggiornata sul sito internet dell'ente.

I rapporti con gli investitori e gli analisti finanziari sono intrattenuti dall' Investor Relations.

I rapporti con gli organi di informazione sono intrattenuti dal responsabile dell'unità Rapporti con gli Organi di Informazione.

I rapporti con gli azionisti sono intrattenuti dal responsabile della Segreteria Societaria.

Le informazioni riguardanti i rendiconti periodici e gli eventi/operazioni rilevanti sono diffuse tempestivamente al pubblico, anche mediante pubblicazione sul sito internet dell'ente.

La trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate (tipicamente: i manager e i principali azionisti della società) si rivela senz'altro utile ai fini sia dell'efficienza informativa del mercato sia della prevenzione degli abusi di informazioni privilegiate.

### **Operazioni soggette all'obbligo di comunicazione**

I Soggetti Rilevanti devono provvedere alla comunicazione e/o pubblicazione, secondo le modalità e nel rispetto dei termini, delle operazioni di (i) acquisto, (ii) vendita, (iii) sottoscrizione o (iv) scambio da essi compiute e dalle persone legate, aventi ad oggetto azioni della Società ovvero strumenti finanziari collegati alle azioni della Società (rispettivamente le “Operazioni” e le “Azioni”). il cui ammontare, anche cumulato con altre operazioni compiute nello stesso Periodo di riferimento e non precedentemente comunicate, sia pari o superiore ad Euro 5.000,00.

Ai fini predetti. si tiene conto:

1. degli Strumenti finanziari oggetto di contratti di compravendita, permuta, prestito titoli e riporto;
2. della cessione di Azioni acquisite a fronte di piani di stock option e di stock grant;
3. delle Azioni rivenienti dall’esercizio degli strumenti finanziari collegati alle Azioni;
4. delle Azioni rivenienti dall’esercizio di diritti di opzione, anche acquistati da terzi, in relazione ad aumenti di capitale della Società e delle società liberati in denaro o con conferimenti in natura;
5. della negoziazione di obbligazioni convertibili in Azioni;
6. degli Strumenti finanziari trasferiti tra Persone rilevanti nonché tra Soggetti rilevanti e Persone strettamente legate ai Soggetti rilevanti non riconducibili al Soggetto rilevante controparte;
7. delle Operazioni sugli Strumenti finanziari oggetto di patti parasociali.

Non si tiene conto:

1. dell’assegnazione di diritti di opzione a fronte di piani di stock option;
2. dell’esercizio del diritto di opzione a fronte di piani di stock option;
3. dell’acquisizione delle Azioni offerte a fronte di piani di stock grant;
4. delle operazioni di prestito titoli, nell’ipotesi in cui la Persona rilevante assume la posizione di prestatore;
5. delle operazioni di accorpamento e frazionamento di Strumenti finanziari;
6. dell’assegnazione di Azioni conseguente all’esecuzione di aumenti di capitale a titolo gratuito. Qualora l’assegnazione sia subordinata all’esercizio di diritti di opzione negoziabili, le azioni sono valorizzate considerando il prezzo ufficiale o il prezzo a esso assimilabile, rilevato alla data di esecuzione dell’Operazione;
7. dell’assegnazione di Azioni conseguente all’esecuzione di operazioni di fusione e scissione;
8. della costituzione, modifica ed estinzione di diritti di pegno o di usufrutto sulle Azioni;
9. di contratti di girata per procura aventi a oggetto le Azioni;
10. del recesso dalla società. o dalle società di cui alla lettera b.6);
11. della cancellazione di Azioni in seguito all’esecuzione di delibere assembleari di riduzione del capitale esuberante ex art. 2445 del codice civile;
12. del mancato esercizio dei diritti di opzione disponibili;
13. della costituzione ed estinzione di rapporti di deposito;

14. di atti di notifica, esecuzione e perdita di efficacia di procedimenti di esecuzione forzata nonché di esecuzione di provvedimenti di sequestro e dissequestro;
15. delle Operazioni effettuate da un trust o da un fondo pensione;
16. degli atti di donazione e di liberalità;
17. dei trasferimenti di Strumenti finanziari mortis causa;
18. delle Operazioni effettuate dalla società e dalle sue controllate;
19. il controvalore nozionale degli strumenti finanziari derivati e dei covered warrant, è calcolato come il prodotto tra il numero di attività sottostanti allo strumento finanziario e il relativo prezzo ufficiale rilevato il giorno di esecuzione delle Operazioni;
20. la data di esecuzione è il giorno in cui è stato perfezionato il contratto di acquisto, vendita o scambio, anche a titolo gratuito, di prestito titoli o riporto. Relativamente alle Operazioni effettuate nell'ambito di un rapporto di gestione su base individuale di portafogli di investimento, nel caso in cui esse non derivino da un'istruzione del cliente, la data di esecuzione è il giorno in cui il cliente riceve la comunicazione da parte dell'intermediario delle Operazioni stesse.
21. ha acquisito efficacia un patto parasociale o lo stesso è sciolto o dichiarato inesistente;
22. è stata eseguita l'assegnazione degli Strumenti finanziari spettanti a seguito dell'esercizio di quelli, anche non quotati, che attribuiscono il diritto di sottoscrivere, acquistare o vendere Azioni, nonché dell'esercizio della facoltà di conversione connessa a obbligazioni convertibili, anche con warrants;
23. è stata eseguita l'assegnazione di Strumenti finanziari a seguito dell'esecuzione di operazioni sul capitale;
24. è stato eseguito il pagamento del corrispettivo in caso di adesione a offerte pubbliche di acquisto, vendita o scambio di Azioni;

### **Soggetto preposto al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato delle Informazioni.**

Il soggetto preposto al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato dei dati relativi alle operazioni compiute da persone rilevanti è il *cd. Preposto*.

Il Preposto, predispone un elenco nominativo delle Persone rilevanti, del quale cura il costante aggiornamento e fornisce, altresì, alle stesse le opportune informazioni, anche mediante il rilascio di specifiche istruzioni.

Il Preposto, avvalendosi della collaborazione di altri Responsabile del Gruppo, rende note le Operazioni rilevanti alla Consob ed al mercato, attraverso il sistema telematico NIS (Network Information System), con le modalità ed i termini stabiliti dalle vigenti disposizioni di legge.

La comunicazione al mercato è messa a disposizione del pubblico anche presso il sito internet della Società.

Prima della diffusione della comunicazione al mercato è fatto divieto ai Soggetti rilevanti di divulgare all'esterno dell'ambito aziendale informazioni o elementi di sorta che possano in qualsiasi modo concernere, direttamente e/o indirettamente, gli argomenti trattati nella comunicazione.

Il Soggetto Preposto vigila in ordine all'evoluzione della disciplina legislativa e regolamentare in tema di internal dealing al fine di un tempestivo adeguamento delle procedure adottate dalla Società e per segnalare al Presidente della Società eventuali modifiche del Codice da sottoporre al Consiglio di Amministrazione qualora si rendessero necessarie o anche solo opportune.

### **Modalità e termini di comunicazione.**

Il Soggetto Preposto, ricevuta la comunicazione da uno dei Soggetti Rilevanti provvede a pubblicare la medesima - mediante l'invio di un comunicato alla società di gestione del mercato, ad almeno due agenzie di stampa ed alla Consob (ai sensi dell'art. 66 commi 2 e 3 del Regolamento Emittenti) - entro la fine del giorno di mercato aperto successivo a quello in cui è avvenuto il ricevimento.

*I Soggetti Rilevanti* (ad eccezione degli Azionisti Rilevanti) comunicano alla Consob ed alla Società le Operazioni compiute da essi stessi o dalle Persone Strettamente Legate entro 5 giorni di mercato aperto a partire dalla data della loro effettuazione.

Il termine di 5 giorni deve essere calcolato escludendo il giorno in cui l'operazione è stata effettuata.

*Gli Azionisti Rilevanti* devono comunicare alla Consob le Operazioni compiute da essi stessi o dalle Persone Strettamente Legate (qualora quest'ultime non vi provvedano direttamente) entro la fine del 15° (quindicesimo) giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione.

Entro il medesimo termine, gli *Azionisti Rilevanti* pubblicano con le modalità previste dall'art. 66, comma 2, del Regolamento Emittenti le informazioni di cui alle Operazioni compiute da essi stessi o dalle Persone Strettamente Legate.

La Società effettuerà la pubblicazione delle anzidette informazioni entro la fine del giorno di mercato aperto successivo a quello di ricevimento.

### **Periodi di divieto di compimento di Operazioni rilevanti**

*E' vietato ai Soggetti rilevanti ed alle Persone strettamente legate ai Soggetti rilevanti il compimento di Operazioni rilevanti nei 30 giorni antecedenti le date delle adunanze consiliari nelle quali:*

- è esaminato il progetto di bilancio di esercizio e consolidato della Società ovvero la situazione semestrale;
- è formulata la proposta di distribuzione del dividendo.

*E' altresì vietato ai Soggetti rilevanti ed alle Persone strettamente legate ai Soggetti rilevanti il compimento di Operazioni rilevanti nei 15 giorni antecedenti le date delle adunanze consiliari nelle quali è esaminata la situazione trimestrale di ogni anno.*

A divieti precedenti non fanno eccezione gli atti di esercizio di stock option o di diritti di opzione, da parte dei Soggetti rilevanti.

**Procedura ( tipica ) per la comunicazione al mercato di informazioni privilegiate.**

#### **A. EVENTI E CIRCOSTANZE RILEVANTI CHE ACCADONO NELLA SFERA DI ATTIVITÀ DELLA SOCIETÀ**

##### *1A) DELIBERE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE.*

a) Prima di ciascuna riunione del Consiglio di Amministrazione, si provvede ad elaborare uno schema di sintesi degli argomenti sottoposti, che trasmette a Investor Relations.

Tale unità sottopone il documento ai responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale al fine di valutare la rilevanza degli eventi/circostanze in esso contenute ai sensi della procedura.

b) Investor Relations quindi, ricevuta la conferma della presenza di informazioni privilegiate, elabora una bozza di comunicato stampa in grado di soddisfare le esigenze di investitori e comunità finanziaria e la sottopone per le *verifiche di competenza*, alla Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione, alla Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations ed alla Direzione Legale.

In particolare la Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, verifica la coerenza dei dati economico/finanziari presentati, la Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione *verifica la coerenza* delle informazioni con quanto già rappresentato dalla Società nei propri rapporti istituzionali, la Direzione Legale valuta se le informazioni riportate nella bozza soddisfano quanto richiesto dalla normativa in materia di informazione societaria e se contattare al riguardo Consob e/o Borsa Italiana.

c) Investor Relations provvede all'inoltro della bozza di comunicato stampa, come risultante a seguito delle verifiche effettuate, al Vertice per eventuali osservazioni o modifiche delle quali cura il recepimento.

d) La bozza di comunicato stampa è sottoposta dall'Amministratore Delegato all'esame del Consiglio di Amministrazione per l'approvazione. Investor Relations, recepite le eventuali modifiche apportate dal Consiglio di Amministrazione, sottopone il testo definitivo all'Amministratore Delegato per l'autorizzazione alla diffusione al pubblico.

e) Investor Relations procede alla diffusione al pubblico del comunicato stampa secondo la normativa applicabile, e ne dà immediata comunicazione alla Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione per consentire lo svolgimento delle attività di propria competenza.

f) Cura la messa a disposizione del comunicato stampa sul sito Internet della Società e sulla rete intranet aziendale. Investor Relations provvede all'aggiornamento della sezione Investor Relations del sito Internet della Società.

g) Nell'eventualità che nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione vengano assunte determinazioni in merito ad eventi o circostanze che comportino obbligo di comunicazione di informazioni privilegiate, l'Amministratore avrà mandato a procedere alla predisposizione di un apposito comunicato secondo le modalità riportate ai precedenti lettere b), c), autorizzando Investor Relations a procedere alla diffusione secondo le lettere e), f).

#### *2A) EVENTI E CIRCOSTANZE RILEVANTI DIVERSI O CONSEGUENTI AD ESAME CONSILIARE.*

a) Le Strutture aziendali interessate ad eventi o circostanze rilevanti diversi o conseguenti ad esame consiliare predispongono, in vista del perfezionarsi dell'evento stesso, uno schema di sintesi e lo trasmettono a Investor Relations.

Tale unità sottopone il documento ai responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale al fine di valutare la rilevanza degli eventi/circostanze in esso contenute ai sensi della presente procedura.

b) Investor Relations quindi, ricevuta la conferma della presenza di informazioni privilegiate, elabora una bozza di comunicato stampa in grado di soddisfare le esigenze di investitori e comunità finanziaria e la sottopone per le verifiche di competenza, alla Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione, alla Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations ed alla Direzione Legale.

In particolare la Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, verifica la coerenza dei dati economico/finanziari presentati, la Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione verifica la coerenza delle informazioni con quanto già rappresentato dalla Società nei propri rapporti istituzionali, la Direzione Legale valuta se le informazioni riportate nella bozza soddisfano quanto richiesto dalla normativa in materia di informazione societaria e se contattare al riguardo Consob e/o Borsa Italiana.

c) Al perfezionarsi dell'evento, Investor Relations provvede all'inoltro della bozza di comunicato stampa al Vertice societario per eventuali osservazioni o modifiche delle quali cura il recepimento e riceve dall'Amministratore Delegato l'autorizzazione per la diffusione al mercato.

d) Acquisita l'autorizzazione di cui alla lettera precedente si applica per le successive fasi la procedura descritta al Capitolo II.A paragrafo 1 lettere e) ed f).

## **B. EVENTI E CIRCOSTANZE RILEVANTI CHE ACCADONO NELLA SFERA DI ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ CONTROLLATE**

### *1B) EVENTI E CIRCOSTANZE RILEVANTI CONCERNENTI SOCIETÀ CONTROLLATE*

Nel caso in cui le informazioni privilegiate si riferiscano ad eventi o circostanze rilevanti che accadono o si presume possano accadere nella sfera di attività delle Società del Gruppo:

a) Le Società Controllate forniscono, senza indugio, tutte le informazioni necessarie per il tempestivo e corretto adempimento degli obblighi di comunicazione al mercato predisponendo, in vista del perfezionarsi di eventi o circostanze rilevanti, uno schema di sintesi trasmettendolo (curandone l'eventuale aggiornamento) a Investor Relations .

b) Tale unità sottopone il documento ai responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale al fine di valutare la rilevanza degli eventi/circostanze in esso contenute ai sensi della presente procedura.

c) In caso di presenza di informazioni privilegiate si procede secondo le modalità descritte precedentemente.

Al fine di assicurare la corretta divulgazione delle informazioni privilegiate da parte delle società controllate emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati ("Società controllate quotate"), le competenti Unità delle Società controllate quotate si coordinano con le corrispondenti Unità della Società .

All'atto della diffusione al mercato di informazioni privilegiate, le Società controllate quotate avranno cura di consultare e condividere i tempi, i contenuti e le modalità della diffusione delle informazioni con Investor Relations di , il quale procederà agli opportuni riscontri interni.

## **C ALTRE SITUAZIONI CHE POSSONO DAR LUOGO A DIVULGAZIONE DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE**

### *1C) RUMORS*

In presenza di notizie di dominio pubblico (per tali intendendosi quelle pubblicate da organi di informazione di rilievo nazionale - stampa, agenzie, altri mass media - ovvero anche su siti Internet specializzati e dotati di credibilità per gli operatori di mercato) non diffuse in conformità alla presente procedura e concernenti la situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo che comportino o si presume possano comportare una sensibile variazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati, ed anche in

presenza di una segnalazione da parte di Borsa Italiana o Consob:

a) Investor Relations, sottopone il caso ai responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale per verificare la necessità o l'opportunità di informare il mercato sulla veridicità delle notizie di dominio pubblico, integrandone e correggendone il contenuto, ove necessario, al fine di ripristinare condizioni di correttezza informativa.

b) Ravvisata l'opportunità Investor Relations provvede alla redazione della bozza del comunicato stampa.

c) La bozza del comunicato stampa viene sottoposta alle verifiche di competenza della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione, della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations e della Direzione Legale.

d) Investor Relations sottopone il testo della bozza di comunicato stampa all'approvazione del Vertice societario, recepisce le eventuali osservazioni o modifiche e riceve dall'Amministratore l'autorizzazione per la diffusione al mercato.

### *2C) RICHIESTE DI INFORMAZIONI O DI COMUNICAZIONI AL MERCATO FORMULATE DA PARTE DI BORSA ITALIANA O CONSOB*

In presenza di richieste di informazioni o di comunicazioni al mercato, formulate da parte di Borsa Italiana o Consob, Investor Relations e/o Affari Societari provvedono alla disamina della situazione applicando la procedura descritta al precedente paragrafo (RUMORS) nelle lettere b), c), d), e).

### *3C) INTERVISTE ED INCONTRI CON LA STAMPA*

I rapporti con gli organi di stampa sono di responsabilità della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione.

a) Tutte le richieste di interviste o dichiarazioni da parte di organi di stampa sono sottoposte alla Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione.

b) La Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione, qualora ravvisi nei contenuti dell'intervista o delle dichiarazioni che verranno rilasciate informazioni disciplinate dalla presente procedura, provvede ad informare tempestivamente la Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations e la Direzione Legale.

c) La Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations verifica che i contenuti dell'intervista siano coerenti con quanto già rappresentato dalla società nei propri rapporti con il mercato.

d) Nel caso di interviste che abbiano ad oggetto informazioni privilegiate, Investor Relations predispose il comunicato stampa seguendo la procedura di cui al Capitolo II.A

paragrafo 2 lett. b), c), d).

e) Nell'eventualità in cui nell'ambito di interviste o conferenze stampa si verifichi l'involontaria diffusione al pubblico di informazioni privilegiate senza il rispetto della presente procedura, la Società provvede tempestivamente a informare il pubblico, mediante apposito comunicato stampa, seguendo la procedura di cui al Capitolo II.A paragrafo 2 lett. b), c), d).

#### *4C) INCONTRI CON LA COMUNITÀ FINANZIARIA*

In occasione di incontri con la comunità finanziaria (quali, ad esempio, road-shows, conference calls, convegni, etc.):

a) Investor Relations predispone un documento contenente luogo, data ed oggetto dell'incontro nonché uno schema di sintesi della documentazione che si intende presentare/distribuire ai partecipanti.

b) Il documento predisposto è sottoposto ai responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale al fine di valutare se la documentazione che si intende presentare/distribuire abbia per oggetto informazioni privilegiate.

c) In tal caso Investor Relations procede come descritto al Capitolo II.A paragrafo 2 lett. b), c), d).

d) Nell'eventualità in cui nell'ambito di incontri con analisti, investitori od operatori di gestione del risparmio si verifichi l'involontaria diffusione di informazioni privilegiate senza il rispetto della presente procedura, la Società provvede tempestivamente a informare il pubblico, mediante apposito comunicato stampa, seguendo la procedura di cui al Capitolo II.A paragrafo 2 lett. b), c), d).

#### *5C) INTERVENTI DA PARTE DEL MANAGEMENT A CONFERENZE, CONVEGNI, CORSI E CONVENTIONS*

In caso di interventi, autorizzati da parte delle competenti strutture aziendali, a conferenze, convegni, corsi e conventions:

a) il rappresentante della società che interviene informa la Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione in merito a luogo, data ed oggetto dello stesso. Tale Direzione verifica la coerenza delle informazioni con quanto già rappresentato dalla Società nei propri rapporti istituzionali.

b) Qualora l'intervento abbia per oggetto aspetti economico-finanziari, la Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione invia uno schema di sintesi dell'intervento ad Investor Relations, al fine di valutare se lo stesso abbia per oggetto informazioni privilegiate.

c) In tal caso Investor Relations procede come descritto al Capitolo II. A paragrafo 2 lett. b), c), d).

d) Nell'eventualità in cui nell'ambito di tali incontri si verifichi l'involontaria diffusione al pubblico di informazioni privilegiate senza il rispetto della presente procedura, la Società provvede tempestivamente a informare il pubblico, mediante apposito comunicato stampa, seguendo la procedura di cui al Capitolo II.A paragrafo 2 lett. b), c), d).

#### *6C) INFORMAZIONE IN ASSEMBLEA*

In caso di diffusione in assemblea di informazioni privilegiate, queste vengono tempestivamente comunicate al mercato.

In tale caso l'Amministratore Delegato attiva la procedura di cui al Capitolo II.A paragrafo 2 lett. b), c), d).

#### **D. PUBBLICAZIONE SUL SITO INTERNET E/O SULLA RETE INTRANET AZIENDALE DI INFORMAZIONI, DOCUMENTAZIONE, ELABORATI DI VARIA NATURA**

Nel sito Internet della Società - in apposite sezioni rivolte agli azionisti e agli analisti/investitori istituzionali - sono raccolte informazioni economico-finanziarie, documenti societari, presentazioni alla comunità finanziaria, documenti informativi, ecc. concernenti informazioni privilegiate.

La citata documentazione è pubblicata sul sito Internet, nonché sulla rete intranet aziendale, con le seguenti modalità:

a) la pubblicazione non può avvenire prima che la Società abbia adempiuto agli obblighi di comunicazione previsti dalla normativa vigente;

b) la pubblicazione è curata dalle strutture della Società preposte all'aggiornamento del sito internet e della rete intranet aziendale

#### **Inosservanza delle regole di comportamento**

Le regole contenute nel Codice di comportamento sono vincolanti per i destinatari.

L'inosservanza degli obblighi informativi prescritti dal codice di comportamento da parte degli Amministratori o dei Sindaci che siano Soggetti Rilevanti potrà comportare le opportune iniziative di richiamo che verranno di volta in volta assunte dal Consiglio di Amministrazione, valutando l'importanza e le circostanze dell'azione o dell'omissione.

Nei casi ritenuti più gravi, il Consiglio di Amministrazione può deliberare una pubblica informativa della violazione, stabilendo modalità e tempi di tale informativa.

Per i dipendenti dell'ente o di società controllate si applicheranno le sanzioni di responsabilità previste dalle disposizioni dei contratti che regolano i rapporti di lavoro.

Per tutti i Soggetti Rilevanti restano ferme le ulteriori sanzioni previste dalla legge.

In caso di inosservanza delle disposizioni di legge e regolamentari relative alle comunicazioni alla Consob e al mercato descritte nella presente Procedura è applicabile “nei confronti di società, enti o associazioni - Omissis - la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila a cinquecentomila euro per l'inosservanza delle disposizioni degli articoli medesimi o delle relative disposizioni applicative. - Omissis –

Se le comunicazioni sono dovute da una persona fisica, in caso di violazione la sanzione si applica nei confronti di quest'ultima.” (art. 193, comma 1 del T.U.F.).

Inoltre, l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato configurano illeciti passibili di sanzione penale (artt. 184-187 del T.U.F.) e amministrativa (artt. 187-bis-187-quater del T.U.F.) nei confronti di coloro che lo hanno commesso e possono dare luogo a situazioni che comportano la responsabilità amministrativa della società (artt. 187-quinquies del T.U.F. e 25-sexies del D. Lgs. 231/01).

### **Istituzione e gestione del registro.**

In ottemperanza a quanto previsto dal D.Lgs. 58/98, viene istituito dalla società un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso ad informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali, così come prima definite.

Il registro contiene le seguenti informazioni:

- a) identità di ogni persona, dipendente o collaboratore esterno, che ha accesso su base regolare od occasionale ad informazioni privilegiate; qualora la persona sia una persona giuridica, deve indicare l'identità di almeno un soggetto di riferimento che sia in grado di individuare le persone che hanno avuto accesso ad informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali;
- b) la ragione per cui la persona è iscritta nel registro;
- c) la data in cui la persona è stata iscritta;
- d) la data di ogni aggiornamento delle informazioni riferite alla persona.

Nel registro vengono iscritti di diritto tutti i soggetti rilevanti, come individuati nella procedura “***Internal Dealing***” unitamente agli altri soggetti che hanno accesso regolare o occasionale alle informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali, indicati dai responsabili delle Direzioni o dalle strutture aziendali coinvolte.

Ai fini dell’iscrizione al registro delle persone che hanno regolare accesso alle informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali, i responsabili delle Direzioni aziendali devono:

- a) indicare all’unità preposta i soggetti della propria struttura che normalmente, per il ruolo ricoperto, hanno accesso a tale tipologia di informazioni;
- b) indicare all’unità preposta i relativi aggiornamenti in base all’evoluzione organizzativa.

Ai fini dell’iscrizione al registro delle persone che hanno occasionale accesso alle informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali:

- a) i responsabili delle strutture aziendali coinvolte in progetti, trattative, manifestazioni di intenti tali da configurare eventi o circostanze potenzialmente rilevanti ai fini della presente procedura, devono informare senza indugio Investor Relations inviando un’informativa sull’argomento;
- b) Investor Relations, sottopone il caso alla disamina dei responsabili della Direzione Amministrazione, Pianificazione, Finanza e Investor Relations, della Direzione Rapporti Istituzionali e Comunicazione e della Direzione Legale per verificarne la rilevanza ai fini dell’iscrizione nel registro;
- c) in caso affermativo i responsabili delle strutture aziendali coinvolte comunicano ad Affari Societari le informazioni relative alle persone che devono essere iscritte nel registro.

Per le comunicazioni di cui sopra deve essere utilizzato l’apposito modulo.

Un organo cura la tenuta del registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate o suscettibili di diventare tali e verifica periodicamente con le strutture competenti la correttezza delle informazioni riportate nel registro.

Un organo, all’atto dell’iscrizione/cancellazione al registro, provvede a comunicare al soggetto interessato l’avvenuta iscrizione/cancellazione ed a richiamare le responsabilità connesse all’accesso o alla corretta gestione delle informazioni di cui viene in possesso ed ai vincoli di confidenzialità delle stesse, secondo procedura.

L’organo cura, secondo la normativa, il mantenimento dei dati relativi alle persone iscritte nel registro per almeno cinque anni successivi al venir meno delle circostanze che hanno determinato l’iscrizione o l’aggiornamento.

Il Registro è unico ed è tenuto dalla Direzione Personale e Organizzazione, che stabilisce i criteri e le modalità da adottare per la tenuta, la gestione e la ricerca delle informazioni contenute nel Registro, in modo da assicurarne agevolmente l'accesso, la gestione, la consultazione, l'estrazione e la stampa.

Il Direttore del Personale e Organizzazione individua il Responsabile della tenuta e dell'aggiornamento del Registro (di seguito "Responsabile").

Il Responsabile provvede all'aggiornamento del Registro senza indugio rispetto al giorno della comunicazione di una variazione del suo contenuto, nel rispetto delle norme di Gruppo riguardanti la tutela dei dati personali trattati.

I Consulenti provvedono a sottoscrivere specifici impegni di riservatezza aventi a oggetto l'acquisizione, la gestione e la conservazione delle Informazioni.

Le Persone comunicano le Informazioni con le modalità indicate nella "Procedura di comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate e dei documenti riguardanti le società emittenti del Gruppo e gli strumenti finanziari da esse emessi".

## **BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE**

1. *Aiaf, Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana, GUIDA PER L'INFORMAZIONE al MERCATO;*
2. *Antoniana Veneta Popolare Vita SpA, MODELLO DI ORGANIZZAZIONE, GESTIONE E CONTROLLO EX D.LGS. 231/2001 ;*
3. *ARENA Maurizio, Il regime sanzionatorio della normativa sugli abusi di mercato;*
4. *ARENA Maurizio, Il "Decalogo 231" del Tribunale di Milano;*
5. *ARENA Maurizio, Commento al Regolamento di esecuzione del d.lg. 231;*
6. *ARENA Maurizio, L'ampliamento della "moralità" d'impresa: D.lg. 231 e qualifica del General Contractor;*
7. *ARENA Maurizio, Manipolazione del mercato e prassi di mercato ammesse;*
8. *ARENA Maurizio, Sistema di controllo interno e prevenzione dell'illecito dell'ente;*
9. *ARENA Maurizio, Sistemi di gestione della qualità e Modelli anticrimine;*
10. *ARENA MAURIZIO, La prevenzione dei reati da parte delle società di gestione del risparmio;*
11. *ASSOCIAZIONE INVESTOR RELATORS (AIR), La nuova Legge sul Market Abuse – principali problematiche per le società emittenti;*
12. *ASSOCIAZIONE ITALEANA INTERNAL AUDITOR, LA NUOVA ESTENSIONE DEL "CONFLITTO DI INTERESSI" NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO;*
13. *ASSONIME, CIRCOLARE N 12 Roma 12 aprile 2006 Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari;*

14. ASSONIME, *Associazione fra le società italiane per azioni Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*;
15. ASSONIME, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*;
16. ATELLI Massimiliano, *Commento al TUF*;
17. Aurora Assicurazioni SpA, *Modello di organizzazione, Gestione e Controllo – D.Lgs.231 36/52*;
18. Autostrade S.p.A., *Codice di comportamento. Internal Dealing*;
19. BANCA CENTRALE EUROPEA, *PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA del 22 novembre 2001 su richiesta del Consiglio dell'Unione europea riguardante una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*;
20. BANCA POPOLARE DI MILANO, *CODICE DI COMPORTAMENTO INTERNAL DEALING*;
21. Bartolomucci Sandro, *Market abuse e le responsabilità Amministrativa degli emittenti*;
22. BARTULLI Armando, *Insider trading nel diritto penale*;
23. BERNALDA Enzo, *INFORMAZIONE SOCIETARIA E TRASPARENZA DEL MERCATO FINANZIARIO* *Impresa & Stato* N°32 - *Rivista della Camera di Commercio di Milano*;
24. Biofutura Pharma SpA, *Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo, ai sensi del D.Lgs. 231/2001*;
25. BNL, *INTERNAL DEALING: CODICE DI COMPORTAMENTO* ;
26. BORSA ITALIANA, *GUIDA PER L'INFORMAZIONE AL MERCATO*;
27. BORSA ITALIANA, *Presentazione degli aspetti operativi della Guida per l'Informazione al Mercato*;
28. BORSA ITALIANA S.P.A., *ISTRUZIONI AL REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI*;
29. CAMFIN S.p.A., *Relazione annuale sulla Corporate Governanc*;
30. CHIAPPETTA Francesco, *La nuova Legge sul Market Abuse – principali problematiche per le società emittenti*;
31. CHIARAVIGLIO Gianmaria *Market abuse: brevi note illustrative delle modifiche al D.lgs. n. 58/1998 ( TUF) apportate dalla recente legge di recepimento delle direttive comunitarie 2003/6/CE*;
32. CIOCCA Pierluigi (BANCA CENTRALE) *Memoria sulla legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*;
33. CIR SpA, *RELAZIONE ANNUALE SUL SISTEMA DI “CORPORATE GOVERNANCE” E SULL’ADESIONE AL CODICE DI AUTODISCIPLINA DELLE SOCIETÀ QUOTATE*;
34. CODIN S.p.A. *Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del D.Lgs.231/2001*;
35. COLONNA Fabrizio, *IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA MARKET ABUSE E L’ADEGUAMENTO DEI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LA PREVENZIONE DEI REATI*;
36. Comitato per la Corporate Governance Borsa Italiana S.p.A., *CODICE DI AUTODISCIPLINA*;

37. Comitato per la Corporate Governance Borsa Italiana S.p.A, CODICEDIAUTODISCIPLINA2006;
38. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, CODICE DI AUTODISCIPLINA EDIZIONE RIVISITATA: LUGLIO 2002;
39. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO sulla prevenzione e la lotta alle pratiche societarie e finanziarie scorrette;
40. COMPORTI Carlo La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione;
41. CONCIATORE Fabio, Persone giuridiche, responsabilità ed oneri di diligente organizzazione;
42. CONFINDUSTRIA, LINEE GUIDA PER LA COSTRUZIONE DEI MODELLI DI ORGANIZZAZIONE, GESTIONE E CONTROLLO EX D. LGS. N. 231/2001 ;
43. CONFINDUSTRIA, Appendice integrativa alle Linee Guida per la costruzione dei Modelli di organizzazione, gestione e controllo ex D. Lgs. n. 231/2001 con riferimento ai reati introdotti dal D. Lgs. n. 61/2002;
44. CONSOB, Comunicazione n. DME/6027054 del 28-3-2006 Oggetto: Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti;
45. CONSOB, Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005 Oggetto: Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento "Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive". Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette;
46. CONSOB, Comunicazione n. DME/5015175 del 10-3-2005 Oggetto: Richiesta di pubblicazione di informazioni, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, alle società con strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, in merito allo stato di attuazione dei sistemi e delle procedure contabili per l'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS, in occasione dell'approvazione, da parte del consiglio di amministrazione delle predette società, del bilancio o situazioni di pre-consuntivo relativi all'esercizio;
47. CONSOB, Oggetto Informazione al pubblico su fatti rilevanti - Raccomandazioni e chiarimenti Comunicazione n DME/3019271 del 26-3-2003;
48. Corte Costituzionale 06 luglio 2000n. 257;
49. Corte costituzionale 14 dicembre 2004 n. 382;
50. Corte di Cassazione, Sez. VI penale, 16 marzo-2 maggio 2006, n. 15199 – Pres. G. De Roberto, Rel. G. Fidelbo;
51. CREMONIN SOCIETÀ', INFORMATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SUL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE DELLA;
52. DATALOGIC SpA, Codice di Comportamento in materia di Internal Dealing;
53. DE NICOLA Alessandro, La disciplina del market abuse tra responsabilità dell'ente e linee guida CESR;
54. DECRETO 3 febbraio 2006, n.142 , Regolamento in materia di obblighi di identificazione e di conservazione delle informazioni per gli intermediari finanziari previsto dall'articolo 3, comma 2, del decreto legislativo 20 febbraio 2004, n. 56, recante attuazione della direttiva 2001/97/CE in materia di

- prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite. ;*
55. *DECRETO LEGISLATIVO 6 settembre 2005, n. 206. Codice del consumo, a norma dell'articolo 7 della legge 29 luglio 2003, n. 22;*
  56. *Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231 "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300";*
  57. *Decreto Legislativo 11 aprile 2002, n. 61 "Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366";*
  58. *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n.52. ;*
  59. *DECRETO MINISTERIALE 26 giugno 2003 n. 201 REGOLAMENTO RECANTE DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI RELATIVE AL PROCEDIMENTO DI ACCERTAMENTO DELL'ILLECITO AMMINISTRATIVO DELLE PERSONE GIURIDICHE, DELLE SOCIETÀ E DELLE ASSOCIAZIONI ANCHE PRIVE DI PERSONALITÀ GIURIDICA, AI SENSI DELL'ARTICOLO 85 DEL DECRETO LEGISLATIVO 8 GIUGNO 2001, N. 231;*
  60. *DI NOIA Carmine, Gli aspetti operativi legati all'introduzione della Guida per l'Informazione al Mercato;*
  61. *Digital Multimedia Technologies SpA, Modello di organizzazione e di gestione, ex D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231;;*
  62. *Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato);*
  63. *Direttiva 2003 125 CE della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003 6 CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse Testo rilevante ai fini del SEE Gazzetta ufficiale n. L 339 del 24/12/2003 pag. 0073 - 0077) ;*
  64. *Direttiva 2003 124 CE della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003 6 CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato Testo rilevante ai fini del SEE) (Gazzetta ufficiale n. L 339 del 24/12/2003 pag. 0070 - 0072) ;*
  65. *Direttiva 2004 72 CE della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003 6 CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette (Testo rilevante ai fini del SEE) (Gazzetta ufficiale n. L 162 del 30/04/2004 pag. 0070 - 0075);*
  66. *Dl gs n 37/2004;*

67. *Edipower, Codice Etico;*
68. *FACCINCANI Lorenzo, La legge sugli abusi di mercato un punto di partenza, non di arrivo;*
69. *FALLICA Francesco, La tutela dell'informazione privilegiata in ambito societario IL REATO DI INSIDER TRADING: la nozione di informazione privilegiata. L'ELEMENTO PSICOLOGICO;*
70. *FERRARINI Guido, La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato;*
71. *FERROVIE DELLO STATO, CODICE ETICO ;*
72. *FUSCO Eugenio I reati presupposto che determinano la responsabilità dell'ente.;*
73. *GEREMIA GUIDO MARIO, AGGIOTAGGIO SU STRUMENTI FINANZIARI;*
74. *GIOVAZZI Stefania, Insider trading: profili di incostituzionalità;*
75. *Gruppo Editoriale l'Espresso, Relazione sul sistema di Corporate Governance | ;*
76. *Gruppo Enel, Disciplina dell'internal dealing;*
77. *Gruppo RCS ,CODICE ETICO;*
78. *GUERINI Umberto, La responsabilità amministrativa degli enti;*
79. *IELO Paolo, MARKET ABUSE E COMPLIANCE PROGRAMS EX D. LGS. 231/01: SPUNTI DI RIFLESSIONE - ;*
80. *IELO Paolo, COMPLIANCE PROGRAMS: NATURA E FUNZIONE NEL SISTEMA DELLA RESPONSABILITA' DEGLI ENTI. MODELLI ORGANIZZATIVI E D.LGS. 231/2001 ;*
81. *Immsi S.p.A., Relazione annuale in materia di Corporate Governance di ;*
82. *La fiorita SpA, Codice etico;*
83. *Lundbeck Italia S.p.A. -Codice Etico;*
84. *MASTRONIANI Luigi, Le nuove frontiere della responsabilità amministrativa: operatori pubblici e danno erariale;*
85. *MONTONESE ALESSIA, Le Comunicazioni della Consob sul market abuse;*
86. *MONTONESE Alessia, Nuovo comunicato per le "notizie price sensitive;*
87. *Nedcommunity, Il sistema dei controlli;*
88. *ONADO Marco, La Direttiva Market Abuse e il suo significato per gli operatori italiani;*
89. *PARMEGGIANI Federico, La disciplina dell'insider trading;*
90. *PERRINI Andrea, LA LEGGE SUL RISPARMIO: PRIMA LETTURA DELLE MODIFICHE APPORTATE ALLA DISCIPLINA DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI ENTI DI CUI AL D.LGS. N. 231/2001 ;*
91. *Pininfarina S.p.A. RELAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE 2005;*
92. *Pirelli spa, Codice etico;*
93. *POSTE ITALIANE, Codice etico;*
94. *Roberti Mariella, L'applicazione cautelare delle sanzioni interdittive. Il sequestro;*
95. *ROMOLOTTI Tommaso, IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA MARKET ABUSE E L'ADEGUAMENTO DEI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LA PREVENZIONE DEI REATI;*
96. *ROMOLOTTI Tommaso , recepimento della direttiva " Market Abuse" e nuove Linee guida del CESR;*
97. *ROSSI Alessandra, MARKET ABUSE E INSIDER TRADING: L'APPARATO SANZIONATORIO;*
98. *ROSSI GUIDO , La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa\* ;*

99. ROSSINI Lorenza, *La comunicazione economico-finanziaria*;
100. RUSSO PORZIO, *Compliance Function nel settore finanziario Stato dell'Arte*;
101. RUSSO Roberto, *Mercato finanziario più trasparente*;
102. RUTIGLIANO Michele, *La legge sugli abusi di mercato un punto di partenza, non di arrivo*;
103. SALEERNO Sergio, *I fenomeni di market Abuse: La disciplina dell'aggiotaggio su strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria*;
104. SANCILIO MARIA RAFFAELLA, *Un primo commento alla "Guida per l'informazione al Mercato"*;
105. SANDRELLI Giacomo, *I REATI DI MARKET ABUSE*;
106. SAPONARO Angelo, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari su le società n. 6/2004*;
107. SILANO Marta, *Profili di diritto comparato del corporate crime*;
108. SMA TORINO S.p.A. *CODICE ETICO PER LE ATTIVITÀ AZIENDALI*;
109. SNAM RETE GAS, *RELAZIONE ANNUALE SULLA CORPORATE GOVERNANCE 2005*;
110. SOLFERINI Marco, *La Direttiva Europea contro gli Abusi di Mercato: informazioni privilegiate e manipolazione* ;
111. STUDIO CARTESIO, *Corporate governance - Responsabilità amministrativa dell'azienda. Modello Organizzativo art. 6 D.Lgs 231/01*;
112. TELECOM ITALIA, *codice etico*;
113. TORTORIELLO Daniele, *Manipolazioni del mercato*;
114. TOSCANO Fabrizio, *Il principio Societas delinquere non potest nella configurazione dei reati societari*;
115. UniCredito Italiano SpA, *Procedura in tema di Internal Dealing*;
116. Value Partners, *Il Codice Etico I* ;
117. VITTORIA ASSICURAZIONI, *corporate governance*;
118. *www.I Reati Societari, La normativa U.E. sugli abusi di mercato*;