

APPROFONDIMENTI

# Ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate per enti soggetti a vigilanza prudenziale

Giugno 2022

**Irene Bui**, Responsabile Corporate and Regulatory Affairs, BPER Banca  
**Marco Sacchetti**, Associate, Chiomenti



**Irene Bui**, Responsabile Corporate and Regulatory Affairs, BPER Banca

**Marco Sacchetti**, Associate, Chiomenti

**> Irene Bui**

Irene Bui è esperta in materia di Corporate – M&A, nonché in materia di società quotate, banche, assicurazioni, altri soggetti vigilati e società a partecipazione pubblica, con particolare focus in: diritto societario, fusioni e acquisizioni, corporate governance e informativa al pubblico, disciplina regolamentare e di vigilanza, compliance, codice di autodisciplina e best practice di società quotate, operazioni straordinarie concernenti società quotate, banche, assicurazioni e altri soggetti vigilati.

## 1. Le modifiche agli Orientamenti ESMA sul ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate

In data 10 gennaio 2022<sup>(1)</sup>, la Consob si è conformata agli *“Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (UE) n. 596/2014 (MAR) – Ritardi nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e interazioni con la vigilanza prudenziale”* (gli *“Orientamenti sul Ritardo”* o gli *“Orientamenti”*), pubblicati dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) in data 5 gennaio 2022.

Tali Orientamenti<sup>(2)</sup> – la cui versione, nelle lingue ufficiali dell’Unione, è stata pubblicata sul sito dell’ESMA in data 13 aprile, con entrata in vigore dal 13 giugno 2022 – integrano e sostituiscono i precedenti Orientamenti del 2016<sup>(3)</sup>, inserendo talune previsioni di specifico interesse per gli enti bancari, relative alle interazioni tra la normativa in materia di abusi di mercato e le disposizioni sulla vigilanza prudenziale.

In particolare, i nuovi Orientamenti ampliano il novero delle circostanze in presenza delle quali la comunicazione immediata delle informazioni privilegiate, ai sensi dell’art. 17, paragrafo 4, del Regolamento (UE) n. 596/2014 (*“MAR”*), pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi degli emittenti, includendo i casi in cui: (i) l’emittente sia un ente soggetto al CRR<sup>(4)</sup> e l’informazione riguardi la decisione di effettuare il rimborso anticipato, la riduzione, il riacquisto, il ripagamento o il rimborso di fondi propri (*own funds instruments*) oppure la riduzione, la distribuzione o la riclassificazione, a titolo di un altro elemento dei fondi propri, delle riserve sovrapprezzo azioni relative a strumenti di fondi propri, quando la decisione sia stata adottata, ma non ancora autorizzata dalla competente Autorità di vigilanza; (ii) l’emittente sia un ente soggetto a vigilanza prudenziale ai sensi della CRD<sup>(5)</sup> e abbia ricevuto la bozza di decisione sugli esiti del *Supervisory Review and Evaluation Process – SREP (draft SREP decision)* o

<sup>1</sup> Cfr. l’avviso disponibile al seguente indirizzo: [https://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset\\_publisher/hZ774IB05XPe/content/avviso-consob-del-10-giugno-2022/10194](https://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset_publisher/hZ774IB05XPe/content/avviso-consob-del-10-giugno-2022/10194).

<sup>2</sup> Documento 13/04/2022 | ESMA70-159-4966.

<sup>3</sup> Documento 20/10/2016 | ESMA/2016/1478.

<sup>4</sup> Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>5</sup> Direttiva 2013/36/UE del Parlamento e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

informazioni preliminari al riguardo, che diventeranno definitivi in una fase successiva previo completamento del processo decisionale della competente Autorità di vigilanza prudenziale. In questo caso, precisano gli Orientamenti, un annuncio prematuro di qualsiasi informazione privilegiata oggetto della bozza di decisione SREP o di informazioni preliminari al riguardo sarebbe in contrasto con la procedura dello SREP e in particolare con il diritto dell'ente di essere ascoltato, con il rischio di pregiudicare indebitamente l'interesse dell'ente a una valutazione obiettiva da parte del mercato circa l'impatto di tali informazioni.

Resta in ogni caso fermo che, ai sensi dell'art. 17, paragrafo 7, del MAR, laddove la riservatezza delle informazioni non sia più garantita, l'emittente è tenuto a comunicarle al pubblico il prima possibile. Ciò in linea con quanto già affermato dall'ESMA nella Q&A relativa agli obblighi informativi gravanti sulle istituzioni finanziarie ai sensi del MAR, dove è precisato che "[...] *if and when a publication (e.g. an article published in the press or internet postings) which is not resulting from the issuer's initiative in relation to its disclosure obligations or a rumour in the market relates explicitly to (a piece of) information that is inside information within the issuer, according to Article 17(7) of MAR that issuer is expected to react and respond to the relevant publication or rumour if that (piece of) information is sufficiently accurate to indicate that the confidentiality of this inside information is no longer ensured. In such circumstances, which should be the exception rather than the rule and should be examined by the issuer on a case-by-case basis, a policy of staying silent or of "no comment" by the issuer would not be acceptable. The issuer's reaction or response should be made publicly available in the same conditions and using the same mechanisms as those used for the communication of inside information, so that an ad hoc announcement has to be published without undue delay*"<sup>(6)</sup>.

In aggiunta a quanto precede, l'ESMA ha integrato il documento con due nuovi orientamenti, contenenti talune indicazioni in merito alla valutazione sulla natura privilegiata o meno delle informazioni relative: (i) al requisito di secondo pilastro (c.d. "Pillar 2 capital requirement" o "P2R"), e cioè a quel requisito patrimoniale aggiuntivo, giuridicamente vincolante e specifico per singola banca, che viene stabilito dall'Autorità di vigilanza ad esito del processo di revisione e valutazione prudenziale, per fronteggiare

<sup>6</sup> Cfr. ESMA, *Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)*, Q5.1 – A5.1.

i rischi sottostimati o non compresi nell'ambito del requisito patrimoniale minimo di "primo pilastro"; e (ii) gli orientamenti di secondo pilastro (cc.dd. "Pillar 2 Guidance" o "P2G"), e cioè quelle raccomandazioni di natura non vincolate elaborate dall'Autorità di vigilanza nell'ambito dello SREP, specifiche per ogni banca, che indicano il livello di capitale che, secondo le aspettative dell'Autorità, le banche dovrebbero mantenere in aggiunta ai requisiti patrimoniali obbligatori, al fine di costituire un *buffer* di capitale idoneo ad affrontare scenari di *stress*.

In particolare, con riguardo ai requisiti di secondo pilastro, l'ESMA raccomanda che, nel valutare se una bozza o una versione definitiva dei P2R costituisca informazione privilegiata ai sensi dell'art. 7, paragrafo 1, lettera a), del MAR, gli emittenti verifichino che i rispettivi P2R siano informazioni non pubbliche, direttamente concernenti l'ente che li ha ricevuti e di natura precisa.

Inoltre, l'ESMA ritiene altamente probabile che i P2R siano *price sensitive* e raccomanda agli enti di valutare la sensibilità dei P2R sul piano dei prezzi, tenendo conto dell'entità dello scarto esistente tra i P2R dell'ente e il livello corrente del capitale. La *price sensitivity* non dovrebbe essere esclusa nemmeno quando il livello corrente del capitale dell'ente è superiore ai suoi P2R. Fatta eccezione per un numero molto limitato di casi e in esito a un'accurata valutazione da parte dell'ente, l'ESMA si attende infatti che i P2R costituiscano di norma informazione privilegiata.

Quanto agli orientamenti di secondo pilastro, l'ESMA raccomanda parimenti agli emittenti di valutare se le P2G, sia in versione *draft* che in versione definitiva, costituiscano o meno informazioni privilegiate, verificando innanzitutto che si tratti di informazioni non pubbliche, direttamente concernenti l'ente e di natura precisa.

Quanto alla *materialità* dell'informazione, pur con alcune differenze rispetto ai P2R – di cui si dirà meglio nel successivo paragrafo 3 – gli Orientamenti prevedono che anche le P2G possono avere natura *price sensitive*, raccomandando agli emittenti di valutare la sensibilità delle *guidance* sul piano dei prezzi, tenendo anche conto dell'entità dello scarto esistente tra le P2G dell'ente e il livello corrente del capitale, dell'eventuale necessità di un intervento da parte della società per assicurare il rispetto delle *guidance* e della relativa tempistica per il suo avvio e completamento.

Esempi di situazioni in cui ci si aspetta che le informazioni sulle P2G siano *price sensitive* sono, ad avvi-

so dell'ESMA: (a) i casi in cui lo scarto tra le P2G e il livello di capitale dell'ente non è di lieve entità e comporterà, probabilmente, un intervento importante da parte dell'ente, come un aumento di capitale; e (b) quelli in cui le P2G dell'ente si discostano dalle aspettative del mercato con effetti prevedibili sui prezzi.

## **2. Le esigenze di coordinamento tra gli obblighi di disclosure previsti dal MAR e la normativa di vigilanza prudenziale.**

Le modifiche introdotte agli Orientamenti sul ritardo, per come sopra descritte, fanno seguito a un processo di consultazione avviato dall'ESMA con il *Consultation Paper* pubblicato in data 8 luglio 2021 (il "*Consultation Paper*") e contribuiscono a fornire chiarimenti in merito a taluni dubbi interpretativi relativi al – non agevole – coordinamento tra gli obblighi di *disclosure* previsti dal MAR e la normativa di vigilanza prudenziale, già oggetto di riflessioni nel recente passato.

Al fine di ripercorrere brevemente tali problematiche, appare utile prendere le mosse dalla definizione di informazioni privilegiate contenuta nel MAR e dalle relative disposizioni in tema di *disclosure* al pubblico.

Come noto, ai sensi dell'art. 7 MAR, per informazioni privilegiate si intendono le informazioni aventi un carattere preciso (i.e. che fanno riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e che sono sufficientemente specifiche da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato), che non sono state rese pubbliche, concernenti, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se rese pubbliche, potrebbero avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati. Rientrano in tale nozione anche le cc.dd. "tappe intermedie" di un processo prolungato, quando abbiano le caratteristiche testé richiamate (7).

<sup>7</sup> Cfr. art. 7, par. 2, MAR, ove si specifica altresì che "nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerati come informazioni aventi carattere preciso".

Rispetto a tali informazioni privilegiate, la cui individuazione è rimessa alla responsabilità dei singoli emittenti, l'art. 17, paragrafo 1, MAR impone agli emittenti di comunicare al pubblico, "quanto prima possibile", le informazioni che li riguardano direttamente.

Alla luce di quanto precede, e diversamente dal quadro normativo nazionale ante MAR – ai sensi del quale l'obbligo di comunicazione si considerava ottemperato quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzato, il pubblico fosse stato informato senza indugio mediante apposito comunicato (cfr. previgente art. 66 Regolamento Emittenti) – il MAR stabilisce dunque, quale regola generale, che nel momento in cui un'informazione assume natura privilegiata essa debba essere immediatamente comunicata al pubblico, ancorché si tratti di un'informazione relativa a un evento o a una circostanza non ancora certi o compiutamente realizzati. E ciò, alla luce della predetta definizione, anche quando si tratti di una "tappa intermedia".

A fronte di tale regola generale, il MAR riconosce tuttavia all'emittente la possibilità di ritardare legittimamente la comunicazione di un'informazione privilegiata, sotto la propria responsabilità, a condizione che siano soddisfatte le seguenti condizioni (art. 17, paragrafo 4, MAR): (a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente; (b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico; (c) l'emittente è in grado di garantire la riservatezza delle informazioni oggetto di ritardo. La condizione sub (b) si considera di norma soddisfatta, ai sensi degli Orientamenti sul Ritardo, quando le informazioni privilegiate di cui l'emittente intende ritardare la comunicazione: (i) non sono sostanzialmente differenti da precedenti dichiarazioni pubbliche dell'emittente; (ii) non sono in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente al mercato.

Ebbene, l'applicazione di tali principi a talune fattispecie regolate dalla normativa di vigilanza ha evidenziato, nell'esperienza pratica, alcune difficoltà applicative, dovute a una sorta di antinomia normativa tra le regole proprie della *disclosure*, applicabili a tutti gli emittenti quotati, e le norme speciali di vigilanza applicabili agli enti creditizi significativi e caratterizzate da specifiche esigenze di riservatezza.

Si consideri, ad esempio, il rapporto tra i predetti obblighi di comunicazione e il *Supervisory Review and Evaluation Process*.

Come noto, ai sensi dell'art. 97 della CRD, l'Autorità di vigilanza riesamina i dispositivi, le strategie, i processi e i meccanismi messi in atto dagli enti per conformarsi alla medesima CRD e al CRR. Attraverso tale processo, l'Autorità valuta i rischi a cui sono soggette le banche e verifica la loro capacità di gestirli in maniera adeguata concentrando la propria analisi, *inter alia*, sul modello di *business*, sulla *governance* interna e sulla gestione dei rischi, sull'adeguatezza patrimoniale, sull'adeguatezza della liquidità e sui connessi profili di rischio, anche in condizioni di *stress*.

Al termine del processo SREP, l'Autorità di vigilanza formula un giudizio complessivo e, ai sensi dell'art. 104 della CRD, ha il potere di imporre una serie di misure di vigilanza di natura quantitativa (quali i requisiti aggiuntivi di secondo pilastro) o qualitativa, richiedendo ad esempio il rafforzamento dei dispositivi, dei processi, dei meccanismi e delle strategie del processo di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno, ovvero ancora l'adozione di una politica di accantonamenti specifica. Può inoltre esigere che gli enti limitino la componente variabile della remunerazione ovvero utilizzino l'utile netto per rafforzare i fondi propri. Ancora, può limitare o vietare le distribuzioni o il pagamento di dividendi ovvero imporre obblighi di segnalazione supplementari o più frequenti o requisiti specifici in materia di liquidità.

L'iter che porta all'adozione della *SREP final decision* prevede che quest'ultima sia preceduta da una *SREP draft decision*, che viene preventivamente trasmessa alla banca, in via strettamente riservata, affinché questa possa formulare le proprie osservazioni, in vista della dell'adozione della decisione finale.

In relazione a tale processo, la prima questione attiene alla possibilità che la *draft decision* assuma natura di informazione privilegiata.

Il tema è stato affrontato, in passato, nell'ambito di una consultazione pubblica avviata dalla Consob il 31 dicembre 2018, con riferimento a una proposta di raccomandazione sulle informazioni in merito al *Supervisory Review and Evaluation Process*, poi adottata con Comunicazione n. 5 del 15 marzo 2019.

La posizione espressa al riguardo dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI) evidenziava "perplexità circa la configurazione di un'informazione privilegiata in presenza della *draft SREP letter*, in ragione della natura non definitiva del documento e dei relativi contenuti che si formano solo a esito di un articolato processo di confronto tra l'Autorità e l'emittente, con la possibilità quindi, non escludibile a priori, che i

*contenuti iniziali subiscano delle modifiche anche rilevanti. Più in generale*" – osservava l'ABI – "la natura di bozza del documento preliminare ricevuto dall'emittente non si presta ad essere oggetto di comunicazione al pubblico e, laddove poi la stessa fosse modificata nella *final SREP letter* di BCE, potrebbe addirittura risultare fuorviante per il mercato. Ciò anche in ragione dei vincoli di riservatezza imposti dall'Autorità medesima e della possibilità che vengano pregiudicati i rapporti con quest'ultima e il buon esito della discussione in corso"<sup>8</sup>).

La seconda questione, sempre affrontata nell'ambito della predetta consultazione, riguardava invece la natura – necessariamente o solo eventualmente – privilegiata della *SREP final decision*.

Nel testo inizialmente posto in consultazione dalla Consob, si richiamava l'attenzione delle banche quotate circa "l'opportunità di valutare la natura privilegiata – in base alle caratteristiche definite dall'articolo 7 del MAR – delle informazioni concernenti gli esiti SREP che emergano durante tale processo e che siano comunicate dalla competente Autorità di vigilanza prudenziale, ai fini dell'adempimento [...] degli obblighi informativi previsti dall'articolo 17, paragrafo 1, del MAR. **Ciò, a meno che la banca non decida** – sotto la propria responsabilità – **di avvalersi del ritardo della comunicazione al pubblico** in relazione a tutte o alcune delle informazioni privilegiate, in presenza delle condizioni indicate all'articolo 17, paragrafi 4 o 5 del medesimo Regolamento Europeo" (grassetto aggiunto, n.d.r.).

Ad avviso dell'ABI<sup>9</sup>, tale formulazione sembrava sottendere che la *SREP letter* dovesse necessariamente contenere informazioni privilegiate "[...] in quanto l'unica alternativa prevista è quella di attivare la procedura di ritardo ove l'emittente non proceda con la comunicazione al pubblico [...]". Questa posizione, per l'ABI, non era invece condivisibile, dovendosi procedere a una valutazione caso per caso della natura privilegiata o meno della *final decision* e dei relativi contenuti.

L'interpretazione dell'Associazione bancaria di categoria, del resto, risultava in linea con la citata Q&A

<sup>8</sup> Cfr. Risposta ABI alla consultazione della CONSOB sulla proposta di raccomandazione sulle informazioni in merito al *Supervisory Review and Evaluation Process*, 31 gennaio 2019, 4. Tale posizione interpretativa è stata successivamente ribadita dall'ABI anche (i) nel documento del 3 ottobre 2019 in risposta al *Consultation Paper ESMA on Mar review report* del 3 ottobre 2019 e (ii) nel documento del 12 luglio 2021 in risposta al *Consultation Paper ESMA* sulla modifica degli Orientamenti.

<sup>9</sup> Cit., 2.

ESMA sugli obblighi informativi gravanti sulle istituzioni finanziarie, secondo cui *"Many credit institutions across the European Union are issuers of financial instruments and thus subject to the regime established under MAR, when at the same time they are also subject to the prudential supervision of the banking regulators. Consequently, in the context of the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) to be conducted in accordance with Article 97 of Directive 2013/36/EU (CRD IV), whenever a credit institution subject to the market abuse regime is made aware of information, notably the results of the exercise, it is expected to evaluate whether that information meets the criteria of inside information. [...] If these criteria are met, the MAR provisions apply with respect to the relevant disclosure requirements. Such a credit institution would have then to publicly disclose the inside information as soon as possible unless it has delayed such a disclosure after having assessed that all the conditions for delaying apply"* <sup>(10)</sup>.

Ad esito della predetta consultazione, le osservazioni dell'ABI hanno trovato parziale accoglimento nella formulazione definitiva della richiamata Comunicazione Consob n. 5 del 15 marzo 2019. Da un lato, infatti, la Consob ha confermato la necessità che le banche valutino l'eventuale natura privilegiata delle informazioni concernenti gli esiti SREP *"[...] che emergano durante tale processo - sin dalla ricezione della draft letter"*; dall'altro, tuttavia, ha precisato che *"[...] rimane responsabilità della banca la valutazione della non significatività delle informazioni concernenti gli esiti SREP"* - che dunque (pur se definitiva) potrebbe anche non avere natura di informazione privilegiata - nonché, in presenza delle condizioni legittimanti indicate dal MAR, la scelta di *"[...] avvalersi del ritardo della comunicazione al pubblico in relazione a tutte o alcune delle informazioni privilegiate"*.

La posizione finale della Consob, in particolare con riferimento alla (potenziale) natura privilegiata della *draft decision*, risulta coerente con le considerazioni successivamente espresse dall'ESMA nell'ambito del processo di consultazione avviato con il *Consultation Paper* sugli Orientamenti.

Nel *Final Report*, l'ESMA - dopo aver confermato la necessità di un approccio *case-by-case* - ha infatti evidenziato che *"[...] given the current formulation of MAR, even draft decisions and preliminary information related thereto may be inside information. More precisely, according to Article 7 of MAR even an "intermediate step in a protracted process shall be deemed to be inside information if, by itself, it satisfies*

<sup>10</sup> Cit. *supra*.

*the criteria of inside information as referred to in this Article". In presence of inside information directly relating to the institution, the disclosure obligation under Article 17(1) of MAR applies"* <sup>(11)</sup>.

Ferma la valutazione caso per caso, è dunque possibile per l'ESMA - come per la Consob - che le informazioni contenute nel progetto di decisione, in quanto tappa intermedia di un processo prolungato, abbiano caratteristiche di precisione e materialità tali da consentire di ritenere che, laddove comunicate al pubblico, avrebbero probabilmente un effetto significativo sui prezzi e sarebbero probabilmente utilizzate da un investitore ragionevole come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.

Di qui, riconoscendo il possibile impatto sugli enti creditizi di una immediata comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate contenute nella *draft decision*, la decisione di "agevolare" l'accesso al regime del ritardo, prevedendo all'interno dei nuovi Orientamenti una specifica ipotesi di ritardo legata, per l'appunto, alla natura non definitiva della *draft decision* e delle informazioni preliminari relative agli esiti dello SREP.

Analogo approccio è stato assunto dall'ESMA anche con riferimento alle informazioni relative alle decisioni dell'emittente di operare sui fondi propri in attesa dell'autorizzazione della competente Autorità, parimenti oggetto di specifica trattazione nell'ambito dei rivisitati Orientamenti sul Ritardo.

Come noto, infatti, l'operatività sui fondi propri da parte degli enti sottoposti a vigilanza è soggetta a uno stringente regime autorizzativo.

In particolare, ai sensi dell'art. 77 del CRR, gli enti devono ottenere la preventiva autorizzazione dell'Autorità di vigilanza in relazione alle operazioni: (a) di riacquisto, integrale o parziale, o di rimborso degli strumenti del capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1 instruments - CET 1*); (b) di riduzione, distribuzione o riclassificazione in altro elemento dei fondi propri (rappresentanti dalla somma del ca-

<sup>11</sup> Cfr. ESMA - *Review of MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information and interactions with prudential supervision - Final Report*, par. 115. Sulla possibilità che le informazioni contenute nella *draft letter* assumano natura privilegiata si veda anche, in dottrina, A. SCIARRONE ALIBRANDI - U. MALVAGNA, *SREP exercise and resolution planning outcomes as inside information under MAR*, in *EBI Working Paper Series*, No. 61, 3 aprile 2020, 10 e ss.

pitale di classe 1 e del capitale di classe 2) delle riserve sovrapprezzo azioni relative agli strumenti di fondi propri; (c) di rimborso, anche anticipato, ripagamento o riacquisto degli strumenti aggiuntivi di classe 1 (*AT 1 instruments*) o degli strumenti di classe 2 (*Tier 2 instruments*) prima della loro scadenza contrattuale.

Inoltre, a norma dell'art. 28, paragrafo 1, del Regolamento delegato (UE) n. 241/2014 della Commissione del 7 gennaio 2014, che integra il CRR per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti di fondi propri per gli enti, i riacquisti integrali o parziali e i rimborsi degli strumenti di fondi propri non sono annunciati ai possessori degli strumenti prima che l'ente abbia ottenuto l'approvazione preventiva dell'Autorità competente.

Ai sensi del successivo paragrafo 2, *“se si prevede che i riacquisti integrali o parziali e i rimborsi abbiano luogo con sufficiente certezza, e dopo aver ottenuto l'approvazione preventiva dell'autorità competente, l'ente deduce gli importi corrispondenti da riacquistare integralmente o parzialmente e rimborsare dagli elementi corrispondenti dei fondi propri prima che abbiano luogo gli effettivi riacquisti integrali o parziali e i rimborsi. Si ritiene che vi sia sufficiente certezza in particolare quando l'ente annuncia pubblicamente l'intenzione di riacquistare integralmente o parzialmente e rimborsare uno strumento di fondi propri”*.

In questo contesto normativo, la comunicazione al pubblico prima dell'autorizzazione della competente Autorità di vigilanza, anche laddove si precisi che essa sia pendente e incerta, ingenererebbe aspettative nel mercato e potrebbe pertanto pregiudicare la qualificazione degli strumenti come fondi propri.

Per tale ragione, nell'ambito del processo di consultazione avviato dall'ESMA con il *Consultation paper* diversi operatori hanno osservato come la precisione e la *price sensitivity* dell'informazione possa in realtà sorgere solo dopo l'ottenimento dell'autorizzazione, anche in considerazione della lunghezza dell'iter autorizzativo (che può durare anche diversi mesi)<sup>(12)</sup> e dei cambiamenti che possono interessare il mercato nel frattempo<sup>(13)</sup>.

<sup>12</sup> Con quanto ne consegue in termini di possibili limitazioni all'operatività sul titolo (e su strumenti finanziari collegati).

<sup>13</sup> Cfr. sul punto i documenti di risposta al *Consultation Paper* (disponibili all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-mar-gls-delay-in-disclosure-inside-information-and#TODO>)

Tale argomento non è tuttavia stato ritenuto dirimente dall'ESMA, secondo cui esso muove da una errata interpretazione della nozione di “precisione” dell'informazione, in quanto il richiamato art. 7, paragrafo 2, del MAR stabilisce che un'informazione “[...] *should be deemed to be of a precise nature when it indicates a “set of circumstances that exist or that may reasonably be expected to come into existence, or an event that has occurred or that may reasonably be expected to occur. Thus, the definition of preciseness under MAR allows for a certain degree of flexibility with respect to the events or set of circumstances indicated by the information. Moreover, it implies that the assessment on preciseness takes place on the basis of what is “occurred or that may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn [...] on the price of the financial instruments”. It follows that subsequent events going in the opposite direction, e.g. authorisation denial or developments on the markets adverse to the transaction, do not prevent the information from being qualified as precise when it first came into existence”* (14).

Ciò non toglie, tuttavia, che l'ente debba valutare, caso per caso, se l'informazione relativa all'operatività su fondi propri – in pendenza del procedimento autorizzativo – costituisca o meno un'informazione privilegiata.

Ove lo sia, la comunicazione al pubblico dell'informazione potrà essere ritardata ai sensi dei nuovi Orientamenti sul Ritardo.

### **3. La natura price sensitive dei Pillar 2 Requirement e delle Pillar 2 Guidance**

L'ulteriore tema affrontato dall'ESMA nei nuovi Orientamenti sul Ritardo riguarda la natura *price sensitive* o meno dei *Pillar 2 Requirement* delle *Pillar 2 Guidance*.

Come sopra anticipato, il requisito di “secondo pilastro” (*Pillar 2 Requirement* - P2R) si configura quale requisito patrimoniale aggiuntivo avente la specifica finalità di fronteggiare i rischi sottostimati o non compresi nell'ambito del requisito patrimoniale minimo di “primo pilastro”. A differenza delle *Pillar 2*

pubblicati da ABI (cit.), dal *German Banking Industry Committee*, dalla *European Association of Public Banks* e da Assosim.

<sup>14</sup> Cfr. *Final Report*, cit., parr. 45-47.

*Guidance* (cfr. *infra*), il P2R è un requisito giuridicamente vincolante, determinato dall'Autorità di vigilanza, per ciascun ente, sulla base degli esiti dello SREP. Pertanto, in caso di mancato rispetto del requisito, gli enti possono essere soggetti a misure di vigilanza, comprese eventuali sanzioni.

Sul piano della normativa di vigilanza, il requisito dei fondi propri aggiuntivi è attualmente oggetto di uno specifico regime di *disclosure* nei confronti del pubblico, previsto dal CRR a seguito delle modifiche introdotte dal Regolamento (UE) 2019/876 ("CRR2"). In precedenza, la Banca Centrale Europea aveva raccomandato alle banche significative di considerare di rendere note l'entità e la composizione dei P2R nell'ambito delle loro prassi informative ed aveva manifestato l'intenzione – poi realizzata per la prima volta nel gennaio 2020 – di divulgare il P2R consolidato per ogni ente o gruppo bancario sottoposto alla sua vigilanza, invitando le banche che non lo avevano ancora fatto ad approvarne la pubblicazione da parte della BCE<sup>15</sup>. In linea con la predetta raccomandazione, gli articoli 431, paragrafo 1, 433-bis, paragrafo 1, e 438, lettera b), del CRR richiedono oggi espressamente agli enti di pubblicare annualmente i propri P2R, a prescindere della sussistenza o meno di altri obblighi normativi in tal senso, quali quelli derivanti dalla disciplina sul *market abuse*. La tempistica di tale informativa è regolata dall'art. 433, secondo paragrafo, del CRR, ai sensi del quale la pubblicazione dell'entità del requisito di secondo pilastro deve avvenire nella stessa data in cui l'ente pubblica il bilancio, o comunque il prima possibile dopo tale data.

Come evidenziato anche dall'ESMA nel *Consultation Paper*, nei casi in cui i P2R costituiscano informazioni privilegiate si determina dunque una divergenza (normativa) tra la tempistica di *disclosure* dettata dalla normativa di vigilanza e la più stringente tempistica prevista dall'art. 17 MAR.

Per tale ragione, la consultazione avviata dall'ESMA si è soffermata sulla valutazione della natura (privilegiata o meno) dei P2R, evidenziando<sup>16</sup> come, tenuto conto dei requisiti dettati dall'art. 7 MAR, l'informazione riguardante il P2R:

- i. sia di per sé non pubblica e precisa, essendo riferita al singolo ente e avendo ad oggetto uno spe-

<sup>15</sup> Sulla *disclosure* del P2R prima delle modifiche introdotte dal CRR2, v. in particolare N. ABIDI, I. MIQUEL-FLORES, Q. VANDEWEYER, L. AMATO, *The Bright Side of Transparency: Evidence from Supervisory Capital Requirements*, disponibile su *ssrn.com*, 14 giugno 2021, 12 ss.

<sup>16</sup> Cfr. sezione 3.4.2 del *Consultation Paper*.

cifico requisito di capitale;

- ii. "*is highly likely to be of a price sensitive nature*", in quanto il requisito patrimoniale è di natura vincolante e collegato a misure di vigilanza che scattano automaticamente in caso di violazione, con la possibilità di incidere conseguentemente sull'importo massimo distribuibile (c.d. *maximum distributable amount* - MDA) dei dividendi e su alcune specifiche cedole.

Secondo l'ESMA, infatti, se da un lato la possibile violazione del P2R da parte dell'ente avrebbe presumibilmente un impatto immediato sul prezzo dei relativi titoli, dall'altro lato non si potrebbe escludere un impatto sui prezzi anche nel caso in cui l'ente soddisfi il requisito, in quanto gli operatori di mercato potrebbero considerare la sovracapitalizzazione come un'informazione da utilizzare come parte della loro strategia di investimento.

In sede di risposta alla consultazione, tali valutazioni hanno trovato parziale consenso da parte degli operatori, i quali – pur riconoscendo che i P2R possono avere natura di informazione privilegiata – hanno tuttavia manifestato una certa contrarietà rispetto alla formulazione proposta dall'ESMA, che sostanzialmente introduceva una presunzione (relativa) sulla natura *price sensitive* dei P2R, rimarcando la necessità di precisare all'interno degli Orientamenti che la valutazione finale circa la *price sensitivity* della decisione provvisoria o definitiva sul P2R ricade sempre nella responsabilità del singolo ente interessato. In tale prospettiva, è stato infatti osservato da taluni operatori come il P2R dovrebbe assumere natura di informazione privilegiata solo qualora si discosti dalle attese o dalla valutazione corrente dell'ente stesso<sup>17</sup>.

Alla luce delle osservazioni pervenute, nel testo finale degli Orientamenti l'ESMA ha parzialmente rivisto la formulazione della propria *guideline*, ribadendo l'elevata probabilità che i P2R (sia *draft* che *final*) costituiscano un'informazione privilegiata, ma precisando che gli enti dovrebbero valutare la *sensitivity*

<sup>17</sup> Cfr. sul punto i documenti di risposta al *Consultation Paper* pubblicati da Assosim, *German Banking Industry Committee* e *Deutsches Aktieninstitut e.V.* Peraltro, come osservato da taluni (cfr. le risposte alla consultazione pubblicate da *European Association of Public Banks* e da *Deutsches Aktieninstitut e.V.*), il testo proposto non teneva neppure conto delle possibili differenze – in termini di *price sensitivity* dei P2R – legate alla diversa natura degli emittenti di volta in volta interessati (si pensi ad es. al caso di enti che abbiano emesso solo strumenti di debito e non azioni).



al prezzo tenendo conto dell'entità dello scarto esistente tra il P2R e il livello corrente del capitale, e specificando al contempo che la sensibilità sul piano dei prezzi non dovrebbe essere esclusa nemmeno quando il livello corrente del capitale dell'ente è superiore al P2R.

Più efficace, in termini di differenza tra il testo originariamente posto in consultazione dall'ESMA e la versione finale degli Orientamenti pubblicata *post* consultazione, è stato il confronto relativo alla natura delle *Pillar 2 Guidance*.

Come accennato, a differenza del P2R, la *Pillar 2 Guidance* - P2G rappresenta una raccomandazione specifica per ogni singola banca, di natura non vincolante, elaborata dall'Autorità di vigilanza nel contesto dello SREP. In particolare, tale *guidance* indica il livello di capitale che, secondo le aspettative dell'Autorità, le banche dovrebbero mantenere in aggiunta ai requisiti patrimoniali obbligatori, al fine di costituire una riserva di capitale cui fare riferimento per far fronte a eventuali situazioni di difficoltà. Il livello della P2G è pertanto stabilito in ragione dei risultati della banca agli *stress test*, attraverso cui si esamina essenzialmente l'impatto di uno *shock* economico sui coefficienti patrimoniali dell'ente.

Si tratta, quindi, di uno strumento funzionale a monitorare i cc.dd. "*early warning signals*" e a intraprendere per tempo azioni di vigilanza, che gli enti dovrebbero incorporare nella gestione del rischio e nella pianificazione del capitale. Trattandosi di un requisito non direttamente vincolante, in caso di violazione delle P2G, l'ente non sarebbe direttamente esposto a misure di vigilanza o a provvedimenti sanzionatori, ma sarebbe chiamato a presentare un piano per recuperare un livello di capitale in linea con le *guidance*. L'Autorità competente potrebbe quindi imporre requisiti di vigilanza specifici in merito all'attuazione di tale piano e, solo in caso di violazioni ripetute o prolungate delle P2G, potrebbe prendere in considerazione l'applicazione delle misure previste dall'art. 104-bis della CRD, vale a dire l'imposizione di un requisito di fondi propri aggiuntivi. In considerazione di quanto precede, a differenza di quanto previsto per il P2R, la violazione del P2G non ha effetti diretti sull'attivazione delle restrizioni automatiche delle distribuzioni né sul calcolo dell'importo massimo distribuibile (MDA).

Questa differente natura delle *guidance* rispetto ai P2R sembrerebbe dunque (suscettibile di) assumere un certo rilievo anche ai fini delle valutazioni in ordine alla natura privilegiata o meno delle P2G.

Nel testo degli Orientamenti posto in consultazione, tale differente natura non aveva tuttavia indotto

l'ESMA a considerazioni troppo dissimili da quelle formulate con riguardo ai P2R. Si prevedeva infatti che le *guidance*, oltre ad essere informazioni non pubbliche e di carattere preciso, in quanto riferite al singolo ente e aventi ad oggetto uno specifico requisito di capitale, fossero anche "*likely to be of a price sensitive nature*", in considerazione della circostanza che il loro mancato rispetto potrebbe in fine portare, come detto, anche all'imposizione di un requisito di fondi propri aggiuntivi<sup>(18)</sup>.

Ciò posto, si precisava: (i) che gli enti avrebbero dovuto valutare la "materialità" della P2G considerando sia l'entità della differenza tra la *guidance* rivolta all'ente e il suo attuale livello di capitale, sia l'eventuale necessità di un aumento di capitale da eseguire per rispettare la P2G, unitamente alla relativa tempistica; e (ii) che la *price sensitivity* della *guidance* non potesse essere esclusa neppure quando l'attuale livello di capitale dell'ente fosse stato superiore alla *guidance* medesima, in quanto - al pari di quanto rilevato per il P2R - anche in questo caso gli operatori avrebbero potuto considerare la sovracapitalizzazione nelle loro strategie di investimento.

Fermo quanto precede, il testo in consultazione prevedeva inoltre che, "*notwithstanding the general expectation that P2G is price sensitive*", ci potessero essere delle situazioni eccezionali in presenza delle quali la materialità dell'informazione poteva essere esclusa. Gli esempi di tali *exceptional situations* formulati dall'ESMA erano i seguenti:

- a. il caso in cui l'attuale livello di capitale dell'ente sia in linea con il P2G e il prezzo di mercato degli strumenti finanziari rifletta già questo dato;
- b. il caso in cui la violazione del P2G sia di lieve entità e non comporti una reazione importante da parte dell'ente, come un aumento di capitale, potendo essere affrontata con altri strumenti;
- c. il caso in cui il P2G comunicato sia pienamente in linea con le aspettative del mercato e quindi non si preveda alcun impatto sui prezzi.

Tale impostazione, anche in questo caso di natura "presuntiva", ha trovato una netta opposizione da parte dei partecipanti alla consultazione, che hanno sottolineato la necessità di una sostanziale in-

<sup>18</sup> Cfr. sezione 3.4.3 del *Consultation Paper*.

versione di prospettiva: trattandosi di una *guidance* non vincolante, la P2G dovrebbe considerarsi, di norma, non *price sensitive*, potendo acquisire natura privilegiata solo negli eccezionali casi in cui le misure adottate dall'ente per rispettare la *guidance* assumano particolare significatività ai fini della valutazione di *sensitivity* sul prezzo degli strumenti finanziari <sup>(19)</sup>.

Tenuto conto di tali rilievi, nel *Final Report* l'ESMA ha quindi rivisto la propria iniziale posizione, differenziando più nettamente il regime applicabile alle P2G rispetto a quello previsto per i P2R.

La versione finale degli Orientamenti, pertanto:

- non prevede più che le *guidance* siano "*likely to be of a price sensitive nature*", ma solo che "*anche i P2G possono essere sensibili sul piano dei prezzi*" ("*P2G may also be price sensitive*"), fermo restando che la sensibilità deve essere valutata tenendo anche conto dell'entità dello scarto esistente tra i P2G dell'ente e il livello corrente del capitale, dell'eventuale necessità di un intervento da parte della società per assicurare il rispetto dei P2G e della relativa tempistica per il suo avvio e completamento;
- accogliendo la auspicata "inversione di prospettiva", individua – come già anticipato – i seguenti esempi di situazioni in cui ci si aspetta che i P2G siano sensibili sul piano dei prezzi:
  - a. se lo scarto tra i P2G e il livello di capitale dell'ente non è di lieve entità e comporterà probabilmente un intervento importante da parte dell'ente, come un aumento di capitale;
  - b. se i P2G dell'ente disattendono le aspettative del mercato con effetti prevedibili sui prezzi.

Nelle aspettative dell'ESMA, pertanto, la lettera a) dovrebbe coprire i casi in cui il livello di capitale dell'ente sia significativamente inferiore al suo P2G e, quindi, in cui ci si attende un'azione dell'ente volta a ridurre il divario. Diversamente, la lettera b) dovrebbe coprire non solo i casi in cui il livello di capitale

<sup>19</sup> Cfr. ad esempio la risposta al *Consultation Paper* pubblicata dall'ABI, in cui si evidenzia la necessità di chiarire che solo i requisiti patrimoniali di natura vincolante dovrebbero poter essere qualificati come informazioni privilegiate, anche in considerazione della circostanza che "*public disclosure of P2G data alone, unrelated to a broader and more complete information context concerning the issuer itself, could be misleading for the market and could damage the perception of the issuer's soundness*".

dell'ente sia inferiore al suo P2G, ma anche le ipotesi in cui esso sia superiore e tale differenza non sia in linea con le aspettative del mercato. Per valutare tali aspettative, gli enti dovrebbero prendere in considerazione tutte le informazioni pubblicamente disponibili, compresi i risultati degli *stress test* e gli elementi metodologici relativi alla determinazione del P2G pubblicati dall'Autorità di Vigilanza.



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---