

Linee Guida

Gestione delle informazioni privilegiate



N. 1/2017
Ottobre 2017

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

 CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

Linee Guida

Gestione delle informazioni privilegiate



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Ottobre 2017

 <p>CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</p>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

LINEE GUIDA

Destinatari: EMITTENTI
Oggetto: GESTIONE DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

Indice

Sezione 1 Introduzione

- 1.1. *Destinatari*
- 1.2. *Ambito oggettivo*
- 1.3. *Finalità*
- 1.4. *Aggiornamenti*
- 1.5. *Definizione del Processo*
- 1.6. *Struttura*

Sezione 2 Organizzazione e sistema informativo interno

- 2.1. *Procedura*
- 2.2. *Funzione Gestione Informazioni Privilegiate “FGIP”*
- 2.3. *Funzioni Organizzative Competenti Informazioni Privilegiate “FOCIP”*
- 2.4. *Proporzionalità e flessibilità delle indicazioni*

Sezione 3 Individuare le informazioni rilevanti

- 3.1. *Mappatura*
- 3.2. *Identificazione delle specifiche informazioni rilevanti*
- 3.3. *Relevant Information List “RIL”*
- 3.4. *Altre misure preventive*
- 3.5. *Emittenti solo strumenti finanziari obbligazionari*
- 3.6. *Proporzionalità e flessibilità delle indicazioni*

Sezione 4 Riconoscere quando l’informazione rilevante diviene privilegiata

- 4.1. *Informazione privilegiata*
- 4.2. *Criteri: informazione che concerne direttamente l’emittente*
- 4.3. *Criteri: informazione che non è stata resa pubblica*
- 4.4. *Criteri: informazione di “carattere preciso”*
- 4.5. *Criteri: informazione materiale*
- 4.6. *Altri criteri su materialità e carattere preciso*
- 4.7. *Ulteriori indicazioni*

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Sezione 5 Segregare l'informazione privilegiata (Insider List)

- 5.1. *Formalizzazione e registrazione della decisione*
- 5.2. *Insider List*

Sezione 6 Ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata

- 6.1. *Preparazione della decisione di ritardare la pubblicazione*
- 6.2. *Condizioni per ritardare la pubblicazione*
- 6.3. *Legittimi interessi*
- 6.4. *Effetto di fuorviare il pubblico*
- 6.5. *Garantire la riservatezza*
- 6.6. *Formalizzazione e registrazione della decisione di ritardare la pubblicazione*
- 6.7. *Monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione*
- 6.8. *Pubblicazione e comunicazione alla Consob*
- 6.9. *Informazioni che hanno carattere sistemico*

Sezione 7 Pubblicare l'informazione privilegiata

- 7.1. *Tempistica: pubblicare quanto prima possibile "ASAP"*
- 7.2. *Preavviso alla Consob e alla società di gestione del mercato*
- 7.3. *Modalità di pubblicazione*
- 7.4. *Verifica della pubblicazione*
- 7.5. *Sito internet*
- 7.6. *Altre indicazioni sulla gestione del sito internet*
- 7.7. *Rapporti con società controllate*
- 7.8. *Rapporti con gli organi di informazione*
- 7.9. *Rapporti con gli analisti finanziari*

Sezione 8 Glossario ed elenco atti normativi europei

- 8.1. *Glossario*
- 8.2. *Atti normativi europei*
- 8.3. *Q&A ESMA*

Appendice Analisi di un caso: la revisione annuale del bilancio di esercizio

Legenda:

- evidenziate in **celeste** le parole cui sono associati, nella versione digitalizzata, collegamenti ipertestuali
- evidenziate in **verde** le parole definite nel Glossario posizionato nella Sezione 8
- in *corsivo* le norme di Livello 1, 2, 3 (talora riprodotte in modo non letterale)
-  indicazioni che hanno carattere cogente (cfr. punto 1.3.1)
-  indicazioni che non hanno carattere cogente (cfr. punto 1.3.1)

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 1 – INTRODUZIONE

1.1 Destinatari

1.1.1 Le presenti Linee Guida si rivolgono agli **emittenti** strumenti finanziari soggetti agli obblighi di cui all'**articolo 17(1) MAR** e vigilati dalla Consob ai sensi dell'**articolo 17(3) MAR** e dell'**articolo 6 RD 2016/522**.

Le presenti Linee Guida non si rivolgono agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'**articolo 116 TUF**.

Le presenti Linee Guida possono risultare utili, per l'applicazione di specifici obblighi previsti dalla disciplina, alle società in rapporto di controllo con l'emittente e ai soggetti inseriti nell'**Insider List**.

Nella prossima versione delle Linee Guida saranno sviluppate specifiche indicazioni per gli emittenti negoziati in mercati di crescita per le PMI di cui all'articolo 4(1)(12) della direttiva 2014/65/UE, che potranno essere costituiti dal mese di gennaio 2018.

1.2 Ambito oggettivo

1.2.1 Le presenti Linee Guida riguardano il processo organizzativo di gestione degli obblighi relativi alla pubblicazione di **informazioni privilegiate** e all'Insider List ("**Processo**") e le conseguenti procedure attuative ("**Procedura**").

1.3 Finalità

1.3.1 Le presenti Linee Guida costituiscono un ausilio nella definizione del processo e delle conseguenti procedure attuative volti ad applicare le disposizioni normative e regolamentari previste in materia di abusi di mercato, in particolare:

- gli obblighi previsti da MAR e dalle relative disposizioni attuative
- le indicazioni fornite dall'**ESMA** sotto forma di **Orientamenti**, **Q&A**, Technical Advice alla Commissione Europea, Technical Standard, Final Report, Discussion Paper, Consultation Paper, Feedback Statement, ecc..

Le presenti Linee Guida forniscono un possibile prototipo di riferimento per l'emittente, in parte basato su disposizioni cogenti ed in parte basato su indicazioni della Consob.

Queste ultime non hanno carattere prescrittivo e, se disattese, non implicano di per sé una violazione della disciplina. Per facilitarne il riconoscimento visivo, le disposizioni di MAR, degli atti di livello 2 e le relative indicazioni di natura interpretativa fornite in sede europea (ad esempio, le Q&A ESMA), nonché le altre disposizioni previste in ambito

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

nazionale, sono affiancate da un quadrato rosso (■), mentre le indicazioni della Consob da un triangolo giallo (▲).

- 1.3.2 Le presenti Linee Guida intendono, altresì, offrire, in esito alle richieste degli operatori pervenute nel primo anno di applicazione di MAR, alcune indicazioni operative di dettaglio utili alla migliore attuazione della disciplina europea, avuto riguardo alle specificità del quadro istituzionale ed operativo nazionale.

Alcune indicazioni costituiscono rielaborazioni di chiarimenti forniti dalla Consob nell'ambito della disciplina preesistente, opportunamente riadattate nel nuovo contesto regolamentare.

- 1.3.3 Le presenti Linee Guida non introducono oneri, anche di tipo organizzativo, per l'emittente aggiuntivi rispetto a quanto stabilito dalla normativa di derivazione europea, considerato che esse si limitano a indicare modalità idonee a corrispondere a tale normativa, pur rimanendo nella responsabilità dell'emittente decidere se conformarsi (pienamente o parzialmente).

Le indicazioni della Consob non escludono la possibilità che l'emittente, sotto la propria responsabilità, definisca criteri o rimedi organizzativi interni, anche diversi da quelli esemplificati nelle Linee Guida, che consentono di rispondere in modo più economico ed appropriato agli obblighi posti da MAR.

Analogamente resta sotto la responsabilità dell'emittente l'applicazione delle indicazioni fornite nelle presenti Linee Guida con gli adattamenti necessari per tenere conto della situazione organizzativa, della dimensione, delle caratteristiche e della complessità delle attività dell'emittente, secondo un principio di proporzionalità.

Con particolare riguardo alle indicazioni offerte nelle Sezioni 2 e 3, nella prossima versione delle Linee Guida saranno sviluppate, anche con l'ausilio delle associazioni rappresentative di riferimento, specifiche indicazioni per gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati di crescita per le PMI, emittenti c.d. Mini-Bond e banche di minori dimensioni.

Il prototipo offerto nelle presenti Linee Guida non rileva ai fini della definizione dei modelli organizzativi e dei codici di comportamento indicati nell'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, ferma restando la possibilità per l'emittente o l'associazione rappresentativa di riferimento di avvalersene in tal senso.

- 1.3.4 Le presenti Linee Guida non intendono alterare le disposizioni europee e le indicazioni fornite dall'ESMA.

Qualora una indicazione fornita dall'ESMA dovesse confliggere con le indicazioni operative delle presenti Linee Guida, queste ultime devono essere considerate recessive.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

1.3.5 Linee Guida con finalità analoghe a quelle della presente sono state prodotte da altre autorità competenti europee: **AMF** – *Guide de l’information permanente et de la gestion de l’information privilégiée* (DOC-2016-08), **UK FCA** – *Handbook*, **Bafin** – *Issuer Guideline, Q&A*.

1.4 Aggiornamenti

1.4.1 La Consob si impegna a monitorare l’adeguatezza delle presenti Linee Guida e a introdurre modifiche alle stesse ove ritenuto opportuno.

1.5 Definizione del Processo

1.5.1 Ai fini della definizione del Processo l’emittente adotta [in **T0**] le seguenti misure organizzative:



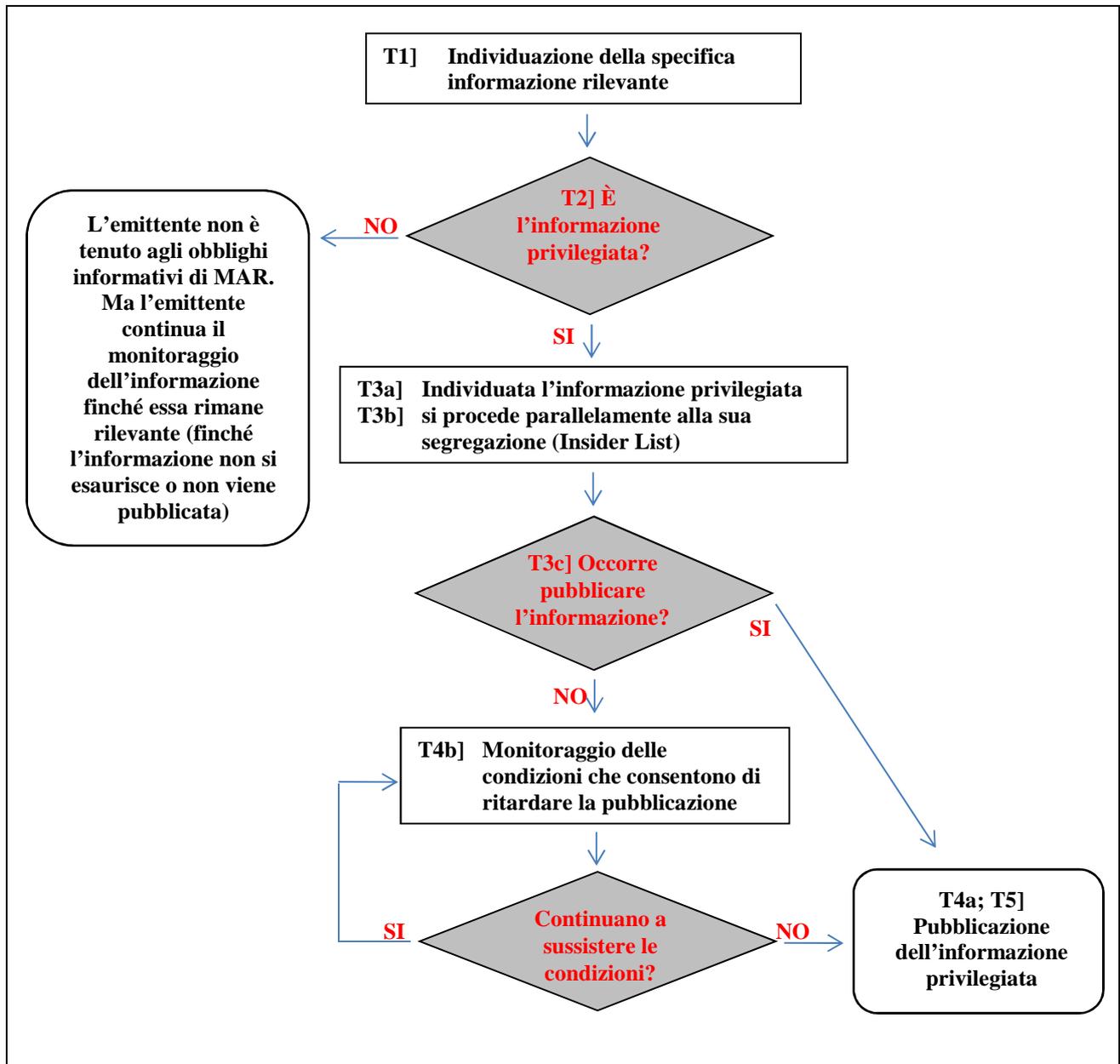
- a) definizione delle funzioni organizzative deputate alla gestione e trattazione delle informazioni rilevanti e di quelle privilegiate
- b) mappatura dei tipi di informazioni rilevanti
- c) definizione dei criteri che portano ad individuare quando un’informazione è rilevante e quando un’informazione rilevante assume carattere privilegiato
- d) descrizione della Procedura in uno o più documenti.

1.5.2 Le attività definite nella Procedura si sviluppano secondo la seguente dinamica:



- T1]** Individuazione delle singole informazioni che, in un secondo, anche prossimo, momento, possono assumere natura privilegiata (“**specifiche informazioni rilevanti**”)
- T2]** Monitoraggio della circolazione delle specifiche informazioni rilevanti, anche utilizzando la **Relevant Information List** (“**RIL**”)
- T3a]** Individuazione del momento in cui la specifica informazione rilevante diviene privilegiata
- T3b]** Segregazione dell’informazione privilegiata e attivazione dell’**Insider List**
- T3c]** Decisione in merito alla sua pubblicazione oppure al ritardo
- T4a]** Pubblicazione dell’informazione privilegiata, se così deciso in [T3c]
- T4b]** In alternativa, se così deciso in [T3c], avvio del monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione
- T5]** Pubblicazione dell’informazione privilegiata al venir meno, ad esito del monitoraggio *sub* [T4b], delle condizioni che consentono il ritardo.

Flow-chart della Procedura



 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

1.6 **Struttura**

1.6.1 Le presenti Linee Guida si articolano in ulteriori Sezioni dedicate ai passi salienti che consentono all'emittente di costruire la Procedura, tra parentesi quadra è richiamata la fase temporale in cui si collocano.

La **Sezione 2** delinea quali dovrebbero essere i compiti delle funzioni organizzative interne coinvolte nella definizione, gestione e applicazione del Processo e della Procedura [T0].

La **Sezione 3** fornisce indicazioni per l'identificazione e il monitoraggio delle specifiche informazioni rilevanti nell'ambito dei vari tipi di informazioni rilevanti [T0; T1; T2].

La **Sezione 4** offre una serie di criteri che possono aiutare a cogliere il momento in cui la specifica informazione rilevante diviene privilegiata e, come tale, diviene oggetto dell'obbligo di pubblicazione posto da MAR [T0; T3a].

La **Sezione 5** concerne la segregazione dell'informazione privilegiata e riepiloga la dettagliata relativa disciplina europea sull'Insider List [T3b].

La **Sezione 6** raccoglie alcune indicazioni che possono orientare l'emittente nell'esame del vario insieme di condizioni che consentono allo stesso di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata [T3c; T4b].

La **Sezione 7** è dedicata agli aspetti tecnico-operativi della pubblicazione [T4a; T5].

La **Sezione 8** presenta il glossario dei termini utilizzati nelle presenti Linee Guida e l'elenco dell'articolato quadro degli atti normativi collegati a MAR.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 2 – ORGANIZZAZIONE E SISTEMA INFORMATIVO INTERNO

2.1 Procedura

- 2.1.1  Al fine di adempiere agli obiettivi del Processo volto all’assolvimento degli obblighi previsti da MAR in tema di pubblicazione delle informazioni privilegiate, l’emittente si dota di meccanismi organizzativi e procedurali coerenti con il Sistema di Governance e destinati ad esplicarsi nell’ambito di più funzioni organizzative preposte al monitoraggio delle fasi prodromiche alla pubblicazione delle informazioni privilegiate.

La Procedura, descritta in uno o più documenti, viene implementata nell’ambito delle procedure volte a mantenere la riservatezza e la protezione di flussi informativi delineati nel Sistema di Governance.

L’emittente valuta periodicamente il Processo nonché l’attuazione e l’efficacia della Procedura in modo da individuare l’eventuale necessità di un aggiornamento degli stessi.

- 2.1.2  A prescindere dallo specifico modello societario prescelto, l’emittente individua una funzione organizzativa - qui denominata per comodità **Funzione Gestione Informazioni Privilegiate** - che è deputata alla gestione e applicazione del Processo e della Procedura (“**FGIP**”) [[punto 239 Final Report ESMA/2015/1455](#)].

La FGIP è una funzione organizzativa e, in quanto tale, può essere svolta da una o più persone fisiche, eventualmente titolari di altre funzioni organizzative, da una o più unità organizzative o anche da uno o più comitati.

La FGIP può assumere forme diverse, ad esempio, gerarchica o “a matrice”, o svilupparsi come un sistema di gestione coordinato. Pertanto, nello svolgimento dei propri compiti, si può avvalere di risorse allocate presso unità organizzative che svolgono altre funzioni.

- 2.1.3  Per ciascuno dei principali tipi di informazioni rilevanti, l’emittente individua, altresì, le funzioni o unità organizzative – qui denominate per comodità **Funzioni Organizzative Competenti Informazioni Privilegiate** (“**FOCIP**”) – a vario titolo coinvolte nella trattazione di informazioni rilevanti o privilegiati.

2.2 FGIP

- 2.2.1  L’emittente attribuisce alla FGIP autorità, risorse e competenze necessarie per il pieno, tempestivo ed efficace svolgimento dei **compiti** connessi agli obblighi previsti da MAR in tema di gestione della pubblicazione delle informazioni privilegiate [[punto 239 Final Report ESMA/2015/1455](#)].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------



La FGIP, avvalendosi del supporto delle FOCIP:

- a) concorre alla definizione e alla valutazione periodica del Processo e della Procedura
- b) impartisce disposizioni alle FOCIP per la corretta applicazione della stessa
- c) provvede alla mappatura dei tipi di informazioni rilevanti
- d) definisce i criteri per l'individuazione delle specifiche informazioni rilevanti
- e) individua le specifiche informazioni rilevanti
- f) impartisce disposizioni per la corretta gestione dell'elenco delle persone che hanno accesso alle specifiche informazioni rilevanti (cfr. oltre "RIL")
- g) monitora la circolazione delle specifiche informazioni rilevanti
- h) individua il momento in cui la specifica informazione rilevante diviene privilegiata
- i) impartisce disposizioni per la corretta gestione dell'Insider List
- j) decide in merito alla tempistica di pubblicazione delle informazioni privilegiate
- k) monitora la sussistenza delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata
- l) monitora la circolazione delle informazioni privilegiate
- m) offre ai dipendenti e, in particolare, alle FOCIP un supporto tecnico per facilitare l'individuazione della natura delle informazioni da queste trattate e per chiarire le criticità connesse alla situazione corrente
- n) si avvale, in particolare per lo svolgimento dei compiti alle lettere h) e j), di uno strumento di coordinamento strutturato ("**Info-Room**"), composto dalle FOCIP interessate nella gestione delle relative informazioni rilevanti o privilegiate.

2.2.2 Si prefigurano almeno tre possibili situazioni rispetto al posizionamento organizzativo della FGIP:



- i) la FGIP è attribuita ad una figura apicale come, ad esempio, l'Amministratore Delegato, il Direttore Generale, ovvero il Responsabile degli Affari Legali o degli Affari Societari [[punto 239 Final Report ESMA/2015/1455](#)];
- ii) la FGIP è incardinata in un'unità organizzativa direzionale, ad esempio, la Direzione Generale (non inclusa nelle unità di linea);
- iii) la FGIP è costituita in forma di unità organizzativa autonoma, non gerarchicamente subordinata ad altre strutture.

La Procedura indica come è strutturata e dove è posizionata la FGIP.

2.2.3 L'emittente che fa parte di un gruppo di società ed è sottoposto ai poteri di direzione e coordinamento della società capogruppo individua, comunque, una propria FGIP.



Posto che informazioni rilevanti di società controllate possono assumere rilievo ai fini dell'obbligo di pubblicazione di informazioni privilegiate dell'emittente, la Procedura può coinvolgere le società controllate. In tal caso la Procedura viene coordinata con le istruzioni che l'emittente impartisce alle controllate in conformità all'[articolo 114, comma 2, TUF](#).

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

2.3 **FOCIP**

2.3.1 Le FOCIP si attengono alle indicazioni presenti nella Procedura e rispondono rapidamente alle istruzioni impartite e alle richieste formulate dalla FGIP.



2.3.2 Le FOCIP possono essere anche allocate presso società controllate in coerenza con il Sistema di Governance adottato e la disciplina applicabile.



2.4 **Proporzionalità e flessibilità delle indicazioni**

2.4.1 Come indicato al punto 1.3.3, resta sotto la responsabilità dell'emittente l'applicazione delle indicazioni fornite nella presente Sezione con gli adattamenti necessari per tenere conto della situazione organizzativa, della dimensione, delle caratteristiche e della complessità delle attività dell'emittente, secondo un principio di proporzionalità.

Nella prossima versione della presente Sezione saranno sviluppate, anche con l'ausilio delle associazioni rappresentative di riferimento, specifiche indicazioni per gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati di crescita per le PMI, emittenti c.d. Mini Bond e banche di minori dimensioni, in modo da fornire linee guida specifiche per tali emittenti, per i quali ci si aspetta, in ossequio al principio di proporzionalità, una gestione più semplificata delle informazioni privilegiate.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 3 – INDIVIDUARE LE INFORMAZIONI RILEVANTI

3.1 Mappatura

3.1.1 Al fine di assolvere all’obbligo di pubblicare quanto prima possibile le informazioni che assumono natura privilegiata, l’emittente monitora le fasi prodromiche alla pubblicazione.



In tale ambito, l’emittente, sulla base delle specificità delle attività che svolge e in modo coerente con le procedure volte a garantire la riservatezza e la protezione di flussi informativi delineati nel Sistema di Governance, individua e monitora i **tipi di informazioni rilevanti**, ossia quei tipi di informazioni che l’emittente ritiene rilevanti, in quanto relativi a dati, eventi, progetti o circostanze che, in modo continuativo, ripetitivo, periodico, oppure saltuario, occasionale o imprevisto, riguardano direttamente l’emittente stesso e che possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata.

3.1.2 La preliminare mappatura dei tipi di informazioni rilevanti che circolano presso l’emittente facilita l’individuazione, ai sensi dell’articolo 17(1) MAR, delle informazioni che possono assumere natura privilegiata. Tali informazioni sono qui denominate per comodità **specifiche informazioni rilevanti**: singole informazioni che rientrano nei tipi di informazioni rilevanti e che, a giudizio dell’emittente, risultano effettivamente rilevanti in quanto possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata.



Ad esempio, un’informazione relativa all’acquisizione di una società che ha un peso scarsamente significativo rispetto alle attività dell’emittente, pur rientrando nei tipi di informazioni rilevanti individuati nella mappatura, non costituisce una “specifica informazione rilevante” poiché non potrà mai costituire un’informazione privilegiata.

Tale mappatura può essere effettuata tenendo presenti i tipi di informazioni privilegiate che solitamente sono rese pubbliche:

- dall’emittente
- da società comparabili all’emittente nell’Unione Europea.

Utili indicazioni sui tipi di informazioni privilegiate possono essere rilevate nelle ricerche prodotte dagli analisti finanziari sull’emittente stesso o su società comparabili.

Di seguito è fornito un elenco esemplificativo e non esaustivo di tipi di informazioni privilegiate che potrebbero interessare un emittente.

Informazioni attinenti a:

- assetti proprietari
- composizione del *management*
- piani di incentivazione del *management*
- attività dei revisori

 <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

- operazioni sul capitale
- emissione di strumenti finanziari
- caratteristiche degli strumenti finanziari emessi
- acquisizioni, fusioni, scissioni, ecc.
- ristrutturazioni e riorganizzazioni
- operazioni su strumenti finanziari, *buy-back* e *accelerated book-building*
- procedure concorsuali
- contenzioso legale
- revoca di affidamenti bancari
- svalutazioni / rivalutazioni di attività o di strumenti finanziari in portafoglio
- brevetti, licenze, diritti, ecc.
- insolvenze di importanti debitori
- distruzione o danneggiamento di beni non assicurati
- acquisto o vendita di *asset*
- andamento della gestione
- variazioni dei risultati contabili di periodo attesi (*profit warning* e *earning surprise*)
- ricevimento o annullamento di ordini importanti
- ingresso in nuovi (o uscita da) mercati
- modifica dei piani di investimento
- *policy* di distribuzione di dividendi
- per le istituzioni bancarie, informazioni che l'emittente apprende dalle autorità di vigilanza nell'ambito di un *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) effettuato ai sensi dell'articolo 97 della Direttiva 2013/36/EU (CRD IV) [[Sezione 5, Q&A ESMA \(Versione 8\)](#)].

3.1.3  Se le informazioni originano dall'esterno, in taluni casi le stesse possono essere oggetto di una tipizzazione *ex ante*. Ad esempio, informazioni connesse alle implicazioni derivanti dall'inaspettato avvio da parte di terzi di un procedimento giudiziario nei confronti dell'emittente possono essere gestite nell'ambito della tipologia di informazioni rilevanti sopra esemplificativamente indicata come "contenzioso legale".

In altri casi, tuttavia, le informazioni che originano dall'esterno, essendo imprevedibili o legate a fattori esogeni in evoluzione, ad esempio informazioni connesse ad una crisi di Governo o ad eventi politici straordinari o imprevisi (Brexit, terremoti, ecc.), alimentano nuovi tipi di informazioni rilevanti.

Pertanto, la FGIP valuta nel continuo l'adeguatezza della mappatura dei tipi di informazioni rilevanti, modificandola ove necessario secondo modalità predefinite.

3.1.4  Nel mappare le informazioni rilevanti l'emittente tiene conto dei vari soggetti, inclusi organi societari e personale di FGIP e FOCIP, che hanno accesso alle stesse nel periodo precedente l'eventuale comunicazione al pubblico (cfr. Appendice).

3.1.5  La circolazione delle informazioni rilevanti in seno all'emittente seguendo percorsi predefiniti consente di:

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

- evitare che soggetti che, per le funzioni che svolgono, non hanno motivo di conoscere tali informazioni abbiano accesso alle stesse;
- individuare in via continuativa e con precisione le persone che hanno accesso a informazioni rilevanti.

3.1.6 La Procedura descrive il percorso di ciascun tipo di informazione rilevante in collegamento con le FOCIP che, a vario titolo, hanno motivo di avere accesso a tale tipo di informazioni.



Quanto più la Procedura riesce ad incanalare *ex ante* le informazioni rilevanti in percorsi predefiniti, tanto più l'emittente riduce il costo di monitorare nel continuo la circolazione di tali informazioni (cfr. punti 3.3.2 e 5.2.13).

3.2 Identificazione delle specifiche informazioni rilevanti

3.2.1 Sulla base della mappatura dei tipi di informazioni rilevanti (punto 3.1.2), l'emittente identifica le **specifiche informazioni rilevanti**.



3.2.2 La FGIP viene informata dalle FOCIP sulla sussistenza e sull'evoluzione delle singole specifiche informazioni rilevanti.



Tipicamente le FOCIP sono in una posizione ottimale per identificare le specifiche informazioni rilevanti.

Le FOCIP informano la FGIP dei motivi per cui ritengono che una specifica informazione sia rilevante (anche sulla base dei criteri che portano alla individuazione delle informazioni privilegiate definiti nella Sezione 4). La FGIP mantiene evidenza di tali motivi.

3.2.3 Le specifiche informazioni rilevanti originano prevalentemente da attività svolte dall'emittente stesso.



Le specifiche informazioni rilevanti includono le:

- informazioni ricevute dall'esterno che abbiano carattere rilevante;
- informazioni presenti presso l'emittente che abbiano carattere rilevante in combinazione con informazioni pubbliche.

3.2.4 L'emittente si dota di un insieme di misure volte a ridurre il rischio che soggetti che non hanno motivo di essere a conoscenza di specifiche informazioni rilevanti possano avere accesso a tali informazioni.



Se ritenuto più economico, le misure volte a proteggere la specifica informazione rilevante possono proteggere tutte le informazioni che rientrano nello stesso tipo di informazioni.

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

Ad esempio, l'emittente può dotarsi di misure volte a proteggere in modo ottimale l'accesso alle informazioni che rientrano nella tipologia degli assetti proprietari (cfr. punto 3.1.2) indipendentemente dal fatto che tali informazioni siano o meno specifiche informazioni rilevanti.

In tal caso, l'emittente non ha bisogno di sviluppare peculiari misure per le eventuali specifiche informazioni rilevanti.

3.3 "Relevant Information List" ("RIL")

3.3.1  Al fine di monitorare la circolazione delle specifiche informazioni rilevanti, l'emittente, a cura della FGIP, istituisce ed aggiorna un registro con le specifiche informazioni rilevanti ("RIL").

3.3.2  Nella RIL sono indicate per ciascuna specifica informazione rilevante le persone che hanno accesso alla stessa.

Inizialmente, tali persone dovrebbero essere quelle previste in base alla mappatura disegnata dalla Procedura.

In ciascuna fase la FGIP è informata dalle FOCIP di eventuali persone non indicate nella mappatura che hanno accesso alla specifica informazione rilevante, anche su segnalazione delle stesse persone (c.d. autodenuncia). La FGIP provvede quindi ad aggiornare la RIL.

3.3.3  La FGIP è responsabile della corretta tenuta della RIL (cfr. punto 2.2.1).

3.3.4  La RIL viene gestita seguendo le modalità previste per l'Insider List (cfr. Sezione 5) con gli opportuni adattamenti che consentano all'emittente di monitorare le persone che hanno accesso alla specifica informazione rilevante.

Ad esempio, se ritenuto dall'emittente, non sono necessarie l'informativa alle persone iscritte nella RIL con le modalità di cui all'articolo 18(2), comma 1, MAR (prendano atto per iscritto degli obblighi connessi all'essere inseriti nella RIL) e l'indicazione nella RIL di tutti i dati di cui ai Modelli in allegato I del RE 2016/347 (la data di nascita, il numero di identificazione nazionale, l'indirizzo privato completo, i numeri di telefono privati e professionali).

3.4 Altre misure preventive

3.4.1  Nell'ambito delle più generali politiche adottate in materia di gestione e di protezione dei flussi informativi riservati, sulla base di un sistema di distribuzione dei ruoli e delle responsabilità che

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

- specifica l'oggetto delle deleghe conferite a ciascuna funzione organizzativa e
- individua le funzioni coinvolte in ciascun processo che regola la circolazione dei flussi informativi riservati da e verso ogni livello aziendale,

L'emittente, eventualmente conformandosi a quanto indicato dalle associazioni di categoria di appartenenza, può provvedere a:

- tracciare il percorso delle specifiche informazioni rilevanti, rendendo trasparente e ricostruibile *ex post* la circolazione delle stesse;
- verificare l'adeguatezza di controlli e sanzioni in tema di violazione degli obblighi interni di riservatezza;
- limitare e controllare l'accesso alle specifiche informazioni rilevanti assicurando la sicurezza organizzativa, fisica e logica delle specifiche informazioni rilevanti, anche tramite la strutturazione su diversi livelli di accesso, la protezione dei relativi supporti informatici (parole chiave, crittografia, ecc.) e l'imposizione di limiti alla circolazione di dati e documenti;
- richiedere una relazione periodica della FGIP agli organi societari sull'applicazione del Processo e della relativa Procedura;
- determinare programmi di formazione per i dipendenti;
- specificare le modalità di condotta da adottare nei rapporti formali e informali con gli operatori della comunità finanziaria, con i *media* e con i terzi in genere;
- adottare politiche di gestione e incentivazione del personale che non generino l'erroneo convincimento che il raggiungimento degli obiettivi di produttività sia oggetto di valutazione positiva indipendentemente dalle modalità seguite.

3.5 Emittenti strumenti finanziari solo obbligazionari

3.5.1 L'elenco dei tipi di informazioni privilegiate illustrato al punto 3.1.2 riguarda di massima informazioni che influiscono sul valore di strumenti finanziari azionari.



L'emittente che abbia solo strumenti finanziari obbligazionari negoziati su sedi di negoziazione considera tali tipi quando definisce la Procedura tenendo conto delle peculiarità dei propri strumenti.

In particolare, l'esame della materialità (cfr. Sezione 4) di alcuni di quei tipi di informazioni porta l'emittente strumenti finanziari solo obbligazionari ad escludere, con un margine di rischio ritenuto dall'emittente tollerabile, che in certe situazioni tali tipi possano assumere natura privilegiata e, quindi, rientrare tra i tipi di informazioni rilevanti da mappare.

Tali situazioni riguardano, tra l'altro:

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

- il rating dell'emittente: per un emittente con elevato merito di credito, un'informazione relativa, ad esempio, alla modifica dei piani di incentivazione del *management* dovrebbe avere un rilievo molto limitato;
- il rating dell'emissione: per un'obbligazione che ha un elevato *rating*, grazie, ad esempio, alle concrete garanzie offerte dalla società controllante, un'informazione relativa alla svalutazione di alcune attività dell'emittente dovrebbe aver un rilievo molto limitato;
- il rapporto di indebitamento dell'emittente (non finanziario): per un emittente che ha un basso rapporto d'indebitamento un'informazione relativa alla modifica degli assetti proprietari dovrebbe aver un rilievo molto limitato;
- la vita residua delle obbligazioni emesse; per un'obbligazione che ha una scadenza ravvicinata, un'informazione relativa all'acquisizione di una licenza dovrebbe aver un rilievo molto limitato.

Pertanto, a seconda delle suddette situazioni o altre situazioni ritenute significative, l'emittente provvede alla appropriata mappatura dei tipi di informazioni rilevanti.

Naturalmente, la mappatura include quei tipi di informazioni che influenzano solitamente il valore degli strumenti finanziari obbligazionari emessi, quali quelli concernenti:

- il *rating* dell'emittente e degli strumenti
- le modifiche delle caratteristiche e delle condizioni degli strumenti
- l'esercizio delle opzioni previste dalle condizioni degli strumenti
- operazioni di *buy-back* degli strumenti
- il rapporto di indebitamento dell'emittente
- l'emissione di nuovi strumenti obbligazionari.

3.6 Proporzionalità e flessibilità delle indicazioni

3.6.1 Come indicato al punto 1.3.3, resta sotto la responsabilità dell'emittente l'applicazione delle indicazioni fornite nella presente Sezione con gli adattamenti necessari per tenere conto della situazione organizzativa, della dimensione, delle caratteristiche e della complessità delle attività dell'emittente, secondo un principio di proporzionalità.

Nella prossima versione della presente Sezione saranno sviluppate, anche con l'ausilio delle associazioni rappresentative di riferimento, specifiche indicazioni per gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati di crescita per le PMI, emittenti c.d. Mini Bond e banche di minori dimensioni, in modo da fornire linee guida specifiche per tali emittenti, per i quali ci si aspetta, in ossequio al principio di proporzionalità, una gestione più semplificata delle informazioni privilegiate.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 4 – RICONOSCERE QUANDO L'INFORMAZIONE RILEVANTE DIVIENE PRIVILEGIATA

4.1 Informazione privilegiata

4.1.1  Nella definizione fornita da MAR un'**informazione** (sia essa, o meno, rilevante o privilegiata) è costituita da **eventi** e/o da una serie di **circostanze** che si sono verificati o che si verificheranno [[articolo 7\(2\) MAR](#)].

Se l'informazione concerne un **processo prolungato** che si svolge in più **tappe**, ciascuna tappa intermedia del processo può, a sua volta, essere costituita da un evento o una serie di circostanze che si sono verificati o che si verificheranno [[articoli 7\(2\) e 7\(3\) MAR](#); [Considerando 16 MAR](#)].

4.1.2  Le informazioni relative a un evento o a una serie di circostanze che costituiscono una fase intermedia in un processo prolungato possono riguardare, ad esempio [[Considerando 17 MAR](#)]:

- lo stato delle negoziazioni contrattuali
- le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute
- la possibilità di collocare strumenti finanziari
- le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti
- le condizioni provvisorie per il collocamento di strumenti finanziari
- la possibilità che uno strumento finanziario sia incluso in un indice
- l'esclusione di uno strumento finanziario da un indice.

4.1.3  Per stabilire se, nel caso specifico, un'informazione sia privilegiata occorre valutare se sussistano **quattro condizioni**.

L'informazione deve [[articoli 17\(1\) e 7\(1\)\(a\) MAR](#)]:

- a) concernere direttamente l'emittente
- b) non essere stata resa pubblica
- c) avere carattere preciso
- d) essere materiale, cioè, qualora resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari.

4.1.4  A tal fine e per individuare in quale momento una specifica informazione rilevante assume natura privilegiata, la Procedura definisce *ex ante* opportuni (non esaustivi) **criteri** per ciascun tipo di informazione rilevante.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

Tali criteri possono consistere in parametri, fattori, soglie di rilevanza, condizioni specifiche, tipologie di situazioni, elementi fattuali, *test* di ragionevolezza.

Nella presente Sezione sono raccolti una serie di criteri, taluni offerti dalla stessa disciplina, che chiariscono i contorni delle quattro condizioni.

- 4.1.5  Con riferimento alla valutazione di ciascuna specifica informazione rilevante, la FGIP mantiene evidenza delle analisi svolte per addivenire ad una valutazione sulla natura privilegiata della stessa.

4.2 Criteri: informazione che concerne direttamente l'emittente

- 4.2.1  *Le informazioni che devono essere rese pubbliche dall'emittente sono solo quelle che "riguardano direttamente" l'emittente [articolo 17(1) MAR] e, quindi, non anche quelle che riguardano "indirettamente" l'emittente, cioè, ad esempio, quelle che, pur influenzando sui prezzi degli strumenti finanziari emessi dall'emittente, originano da soggetti esterni all'emittente.*



Esempi di informazioni che riguardano direttamente l'emittente sono quelli forniti nel punto 3.1.2.



Esempi di informazioni che riguardano indirettamente l'emittente:

- dati e statistiche diffusi da istituzioni pubbliche
- prossima pubblicazione di *report* di agenzie di *rating*
- prossima pubblicazione di ricerche di analisti finanziari
- raccomandazioni d'investimento e suggerimenti sul valore degli strumenti finanziari
- decisioni della banca centrale sui tassi d'interesse
- decisioni del Governo in materia di tassazione, regolamentazione di settore, gestione del debito, ecc.
- decisioni di autorità pubbliche e di governo locale
- decisioni relative a modifiche delle regole sulla definizione degli indici di mercato e, in particolare, sulla loro composizione
- decisioni sulla microstruttura delle sedi di negoziazione; ad esempio, variazioni del segmento di mercato in cui le azioni dell'emittente sono negoziate o modifiche delle modalità di negoziazione o una variazione dei *market maker* o delle condizioni di *trading*
- decisioni di autorità di vigilanza o *antitrust*.



A seguito della pubblicazione di informazioni che riguardano indirettamente l'emittente, è possibile che informazioni rilevanti che non erano considerate privilegiate dall'emittente assumano tale natura (cfr. sopra Sezione 3).

Ad esempio, se il Governo adotta un provvedimento di cui potrebbero beneficiare, a talune condizioni, società del settore in cui opera l'emittente, l'emittente potrebbe essere il solo a sapere se sia già conforme alle condizioni previste e l'entità del beneficio.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------



Similmente, se, ad esempio, il *consensus* degli analisti finanziari incrementa la valutazione dell'emittente sulla base di situazioni, fatti, dati o aspettative che l'emittente, tuttavia, sa non essere fondati, tale informazione potrebbe assumere natura privilegiata.



Analogamente, se il gestore di un indice azionario provvede all'inclusione nello stesso degli strumenti finanziari dell'emittente, quest'ultimo, considerando che l'informazione lo riguarda indirettamente, non diffonde un comunicato, salvo che l'informazione abbia un impatto specifico sugli strumenti finanziari dell'emittente che non sia già noto al mercato.

4.3 **Criteria: informazione che non è stata resa pubblica**

4.3.1 La disciplina non fornisce indicazioni ulteriori.



È, comunque, centrale il principio che l'emittente rende pubbliche le informazioni con le modalità previste dalla disciplina [articolo 17(1) MAR (cfr. Sezione 7)].

Finché l'emittente non pubblica le informazioni con le corrette modalità, ferma restando la censurabilità della condotta, gli investitori potrebbero ritenere che l'informazione non sia ancora sicura.

È, peraltro, probabile che ciò sia riflesso nell'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari emessi, che, a seguito di una non corretta pubblicazione, non incorporerebbero pienamente l'informazione, perché non ritenuta certa dagli investitori.

Analogamente, se l'informazione viene resa pubblica con modalità asimmetriche, ad esempio, solo sul sito internet dell'emittente, è probabile che i prezzi incorporino più lentamente l'informazione, essendo pochi gli investitori che monitorano in via continuativa il sito internet dell'emittente.

Simili considerazioni valgono anche quando l'informazione viene resa pubblica su quotidiani locali, nazionali o esteri. In tali casi, infatti, la velocità di diffusione è più lenta e la distribuzione dell'informazione presso il pubblico avviene in modo disomogeneo.

4.3.2 Nel valutare se un'informazione è già pubblica, l'emittente tiene, altresì, presenti le informazioni pubblicate da soggetti terzi sulla vicenda sottostante all'informazione.



Per i motivi già illustrati, è, tuttavia, da escludere che l'informazione possa essere considerata pubblica ai sensi di MAR finché la stessa non è comunicata al pubblico dall'emittente stesso con le corrette modalità.

Quand'anche, infatti, una certa informazione sia stata oggetto di diffusione al pubblico da parte di analisti finanziari, giornalisti, osservatori, ecc., la certezza sulla reale situazione dell'emittente può averla, di solito, solo l'emittente.

Per tale motivo, prima della pubblicazione di relazioni finanziarie di periodo da parte dell'emittente che siano apparentemente in linea con le previsioni degli analisti finanziari,

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

si assiste ad un aumento della volatilità dei prezzi, espressione dell'incertezza, comunque, presente nel mercato sui dati che verranno resi pubblici, e, dopo la pubblicazione degli stessi, si assiste, talora, a sensibili movimenti dei prezzi, che ancora non incorporavano per intero il valore dei nuovi dati.

- 4.3.3  Nel caso limite in cui l'informazione sia "anticipata" da agenzie di stampa che assicurano con certezza che la fonte dell'informazione è l'emittente stesso, l'informazione può essere considerata pubblica ai fini dell'individuazione della sua natura e, quindi, non può essere considerata privilegiata. Rimane fermo l'obbligo per l'emittente di pubblicare l'informazione con le modalità previste dalla normativa (cfr. Sezione 7).

Se, invece, la fonte indicata dalle agenzie di stampa non è l'emittente stesso ma, ad esempio, un suo *top* manager o una "fonte prossima all'emittente", l'informazione non può essere considerata pubblica, rimanendo ancora incerta la posizione ufficiale dell'emittente. Un osservatore esterno, infatti, potrebbe non escludere che il *top* manager o la "fonte prossima all'emittente" abbia trasmesso l'informazione all'agenzia di stampa con finalità tattiche: ad esempio, per far commentare l'informazione all'emittente o per far accelerare o rallentare le sottostanti trattative in corso.

- 4.3.4  Altro caso in cui l'informazione può essere considerata pubblica è quello in cui la medesima informazione sia stata già correttamente pubblicata ai sensi di MAR da altri soggetti (emittenti) coinvolti nella vicenda sottostante all'informazione.

Ad esempio, nel caso di un'operazione di acquisizione societaria, quando l'informazione sia stata comunicata al pubblico da un altro emittente che è controparte o che appartenga al medesimo gruppo dell'emittente.

Un caso simile si ha quando, ad esempio, l'informazione riguarda relazioni finanziarie di periodo diffuse da una società controllata quotata di dimensioni sufficientemente importanti rispetto alle attività dell'emittente da rendere l'informazione privilegiata per l'emittente stesso.

Rimane fermo l'obbligo per l'emittente di pubblicare l'informazione con le modalità e la tempistica previste dalla normativa, se del caso congiuntamente alla controllata (cfr. Sezione 7).

Qualora la società controllata abbia sede all'estero, l'esigenza di un comunicato da parte dell'emittente è importante anche ai fini di una omogenea diffusione dell'informazione.

- 4.3.5  Nel valutare se un'informazione sia già pubblica, nel qual caso essa non costituirebbe un'informazione privilegiata, l'emittente tiene presenti le altre informazioni che lo stesso emittente ha pubblicato sulla medesima vicenda sottostante, specie nei casi di "processi prolungati".

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Tra l'altro, in tali casi, l'emittente tiene conto del grado di probabilità che, nelle precedenti comunicazioni al pubblico, aveva associato al realizzarsi di tale vicenda sottostante. Una sensibile variazione di tale grado di probabilità potrebbe assumere rilevanza, anche perché, tipicamente, tale variazione non è ancora incorporata e riflessa nei prezzi degli strumenti finanziari.

4.3.6  Di converso, una politica di comunicazione al mercato che abbia già indirizzato le aspettative degli investitori verso le reali prospettive dei progetti dell'emittente riduce la probabilità che il presente stato degli stessi abbia natura di informazione privilegiata.

4.3.7  Analogamente, una politica di comunicazione al mercato basata su informative più frequenti sull'andamento della gestione riduce la probabilità che il corrente andamento della gestione abbia natura privilegiata.

4.4 Criteria: informazione di "carattere preciso"

4.4.1  *Il "carattere preciso" dipende dalla contestuale sussistenza di due condizioni [articolo 7(2) MAR], se l'informazione:*

 a.1) *fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà [articolo 7(2) MAR].*

 - La condizione a.1) indica che potrebbero assumere natura privilegiata anche quegli eventi (circostanze) che non si siano ancora verificati (prodotti) ma che si può ritenere che si verificheranno (vengano a prodursi).

In termini statistici, questo significa che un'informazione può avere carattere preciso anche se si riferisce ad un evento che non è ancora certo, cioè sicuro al 100%.

 - Premesso che il carattere preciso dell'informazione è valutato caso per caso e dipende dall'informazione stessa e dal relativo contesto in cui si sviluppa, si possono avanzare alcuni punti di carattere generale.

Nel determinare se una serie di circostanze esista o un evento si sia verificato, un elemento chiave è se sussistano evidenze stabili o oggettive. Non si deve trattare cioè di *rumour* o di mere congetture prive di qualsiasi concretezza.

Nel considerare se si possa ragionevolmente ritenere che le circostanze cui fa riferimento l'informazione vengano a prodursi o che l'evento cui fa riferimento l'informazione si verificherà, un tema chiave è se sia possibile delineare tale conclusione sulla base delle informazioni disponibili nel momento in cui si fa la valutazione, cioè *ex ante*.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Ogni tappa di un processo prolungato può costituire un'informazione di carattere preciso, al pari dello stesso processo prolungato, Ad esempio, nel caso di OPA, il fatto che alla fine del processo l'offerta non venga lanciata non implica che il progetto di avvicinamento alla società *target* non possa costituire di per sé un'informazione di carattere preciso.

In aggiunta, non è necessario che un'informazione debba essere completa per essere considerata di carattere preciso.

Per esempio, il progetto di avvicinamento alla società *target* tramite un'OPA può essere considerato un'informazione di carattere preciso anche se l'offerente non ha ancora deciso il prezzo dell'OPA.

Similmente, un'informazione può essere considerata di carattere preciso anche se si riferisce a situazioni alternative.

Per esempio, il fatto che l'emittente non abbia ancora deciso su quale di due società lanciare un'OPA non implica necessariamente che tale informazione non abbia carattere preciso.

 - La condizione a.1) riguarda le circostanze o gli eventi futuri in relazione ai quali appaiono, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, concrete prospettive che essi verranno ad esistere o che si verificheranno. Ciò a prescindere dall'ampiezza degli effetti che tale complesso di circostanze o di tale evento siano suscettibili di determinare sul prezzo degli strumenti finanziari in questione: tale ultimo elemento attiene, infatti, alla diversa condizione di "materialità" dell'informazione [[Corte di Giustizia UE \("CGUE"\), sentenza Markus Geltl contro Daimler AG, 28 giugno 2012, causa c-19/11, §§ 49 e ss.](#)].

 a.2) *è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento ai quali l'informazione si riferisce sui prezzi degli strumenti finanziari o dei relativi strumenti finanziari derivati* [[articolo 7\(2\) MAR](#)].

 - tale condizione potrebbe verificarsi, ad esempio, in due situazioni.

La prima situazione si ha quando l'informazione è tale da consentire ad un investitore ragionevole di prendere una decisione di investimento senza rischio o comunque con un rischio molto basso, ad esempio quando l'investitore è in grado di stimare con sufficiente fiducia come l'informazione, una volta resa pubblica, influenzerebbe il prezzo dei relativi strumenti finanziari e di quelli derivati. Ad esempio, se l'investitore sa che un particolare emittente sta per essere oggetto di un'OPA, tale investitore potrebbe fare affidamento sull'aumento del prezzo delle azioni quando la notizia diventerà pubblica.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

La seconda si ha quando è probabile che l'informazione possa essere oggetto di immediato sfruttamento sul mercato, ad esempio, quando è probabile che al momento della sua pubblicazione i partecipanti al mercato opererebbero sulla base della stessa.

-  - La condizione a.2) lega in una certa misura la condizione del carattere preciso a quella della materialità (cfr. oltre) ed evidenzia come il possibile effetto dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari possa riguardare anche strumenti finanziari derivati.

Questo implica che, ad esempio, potrebbe avere carattere preciso un'informazione relativa ad un evento di cui non sia ancora chiaro l'impatto che produrrà sui prezzi delle azioni ma di cui è chiaro l'impatto che avrà sulla volatilità.

-  La variazione della volatilità ha, infatti, un impatto diretto sul prezzo degli strumenti finanziari derivati [[CGUE, Conclusioni dell'Avvocato Generale nella causa Lafonta contro AMF, 18 dicembre 2014, §§ 48 e 49](#)].

-  In generale, la condizione a.2), afferente al carattere preciso, è soddisfatta quale che sia il senso (aumento o diminuzione) in cui potrebbe aver luogo la variazione di prezzo: la condizione non impone che dall'informazione sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che l'influenza potenziale dell'informazione sui prezzi si dispieghi in una determinata direzione [[CGUE, sentenza Lafonta contro AMF, 11 marzo 2015, causa c-628/13, §§ 34 e ss.](#)].

4.5 Criteria: informazione materiale

- 4.5.1  *Per informazione materiale, cioè informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti finanziari derivati, si intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento [[articolo 7\(4\) MAR](#)].*

- 4.5.2  *L'investitore ragionevole basa le proprie decisioni sulle informazioni pubblicamente già disponibili e considera:*

- *l'impatto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente,*
- *il rilievo dell'informazione rispetto alle principali determinanti del prezzo dello strumento finanziario,*
- *l'attendibilità della fonte di informazione,*
- *ogni altra variabile di mercato che, nella data situazione, possa influire sugli strumenti finanziari (prezzi, rendimenti, volatilità, liquidità, correlazioni con altri strumenti finanziari, quantitativi scambiati, offerta, domanda, ecc.) [[Considerando 14 MAR](#)].*

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

4.5.3  Per stabilire la sussistenza del “*probabile effetto significativo sui prezzi*” occorre fare un’analisi *ex ante*. Si tratta di stimare il grado di probabilità con cui un effetto sui prezzi possa essere ragionevolmente atteso.

“*Probabile*” significa che, da un lato, non è sufficiente la mera possibilità che l’informazione abbia un effetto sui prezzi e, dall’altro, che non è necessario un grado di probabilità prossima alla certezza.

Per stabilire la “*significatività*” del movimento dei prezzi non sono adatti soltanto criteri quantitativi o soglie fisse. Infatti, per esempio, la volatilità delle azioni *blue-chip* è tipicamente più bassa di quella di emittenti di dimensioni più piccole o di azioni meno liquide.

Ampie variazioni dei prezzi sono rare per le *blue-chip*, ma questo non significa che più basse variazioni percentuali dei prezzi delle azioni non possano essere considerate significative.

Alcuni indicatori utili che dovrebbero essere presi in considerazione sulla possibilità che l’informazione abbia un effetto significativo sui prezzi sono se:

- il tipo di informazione è lo stesso di informazioni che in passato hanno avuto un effetto significativo sui prezzi
- precedenti ricerche o pareri di analisti finanziari indicano che il tipo di informazione è *price sensitive*
- l’emittente stesso ha già trattato informazioni simili come privilegiate.

Tali fattori sono solo indicatori che non devono essere considerati come definitivi in merito alla materialità dell’informazione.

L’emittente tiene conto del fatto che la significatività dell’informazione varia sensibilmente da società a società in funzione di una pluralità di fattori, quali la dimensione della società, i recenti sviluppi, il *sentiment* del mercato, sia sulla società sia sul settore nel quale opera.

Inoltre, ciò che è materiale varia in funzione della tipologia di strumento finanziario. Ad esempio, un’informazione può essere materiale per un emittente di strumenti finanziari azionari e non esserlo per un emittente di soli strumenti finanziari di debito (cfr. Sezione 3).

4.5.4  Nella letteratura economico finanziaria sono offerti più metodi di stima della materialità di un’informazione non ancora pubblica caratterizzata da elementi di incertezza. Alcuni di questi metodi si basano sull’individuazione di quello che sarà il valore dell’informazione quando l’evento sottostante si realizzerà moltiplicato (cioè scontato) per la probabilità che l’evento sottostante si realizzi.

Nel caso in cui, ad esempio, l’emittente stia lavorando su una possibile acquisizione che, una volta decisa, accrescerà il valore delle sue azioni del 20% e la probabilità che tale

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

decisione venga presa sia pari indicativamente al 50%, si può stimare che, se tale informazione venisse resa pubblica oggi dall'emittente, essa avrebbe subito un impatto del 10% sul prezzo corrente di mercato ($0,20 * 0,50 = 0,10$).

Quanto più probabile è l'acquisizione, tanto più elevata risulta la sua attuale "materialità".

4.6 Altri criteri su materialità e carattere preciso

4.6.1 I criteri e gli esempi che seguono possono investire una o più delle quattro condizioni previste dalla disciplina.



4.6.2 Rimane fermo che le quattro condizioni sono da valutare in modo disgiunto anche quando nelle circostanze del caso specifico risultano intrinsecamente legate tra loro (come potrebbe accadere, ad esempio, per la condizione della "materialità" e per quella del "carattere preciso").



4.6.3 I metodi di stima della materialità hanno carattere quantitativo, ma sono utili per fornire indicazioni di carattere qualitativo sulla verosimiglianza che un investitore ragionevole utilizzerebbe l'informazione come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.



4.6.4 Non è prevista dalla normativa alcuna soglia quantitativa di variazione del prezzo predefinita che indichi la materialità di un'informazione (cfr. sopra).



Noti schemi di abuso di informazioni privilegiate si basano, peraltro, su tipi di informazioni per i quali non è attesa un'elevata variazione dei prezzi. Ad esempio, la conoscenza di un'informazione che genererà una variazione del prezzo dell'1% potrebbe essere sfruttata indebitamente da un investitore grazie all'acquisto di opzioni che assicurano, a causa di tale variazione, un ritorno del 10% sul capitale investito.

4.6.5 La possibilità che un'informazione possa essere oggetto di abuso tramite una strategia di investimento, anche sofisticata, potrebbe fornire indicazioni utili nella valutazione della natura privilegiata dell'informazione.



4.6.5.1 Non perché, ad esempio, la decisione finale circa un progetto in esame sia prevista tra diversi mesi, è per questo possibile concludere che tale informazione non sia privilegiata.



Un progetto finalizzato, ad esempio, alla conversione tra diversi mesi delle azioni di risparmio in ordinarie potrebbe già costituire un'informazione privilegiata ed essere oggetto di abuso tramite una strategia basata non soltanto sull'acquisto delle azioni

 CONSOB <small>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

di risparmio ma anche sul contestuale finanziamento dello stesso tramite la vendita allo scoperto delle azioni ordinarie. In tal modo la strategia avrebbe un ritorno positivo anche in caso di estrema volatilità dei due strumenti finanziari e, più in generale, del mercato azionario.

4.6.5.2  Similmente, il fatto che non siano ancora negoziati sul mercato regolamentato gli strumenti finanziari per i quali l'emittente ha richiesto l'ammissione alla negoziazione non consente di concludere che l'informazione relativa, ad esempio, alla prossima cessione di un'attività non costituisca, di per sé, un'informazione privilegiata. Un investitore potrebbe, infatti, operare opportunamente tramite derivati OTC con intermediari specializzati, in grado, a loro volta, di coprirsi operando su strumenti finanziari aventi caratteristiche simili a quelli degli strumenti per i quali è stata richiesta l'ammissione.

4.6.6  Le presumibili reazioni dei *media* o della stampa all'annuncio dell'informazione potrebbero essere, altresì, utili nel processo di valutazione della sua natura privilegiata.

4.6.6.1  Si consideri, ad esempio, un'informazione relativa ad un'operazione di dimensioni non particolarmente importanti ma che fornisca indicazioni circa la rottura di un'alleanza storica tra due soci, eventualmente preludio di un cambiamento delle politiche di sviluppo degli investimenti in un certo settore.

4.6.6.2  Similmente, l'investimento in una società quotata oltre la soglia che fa scattare l'obbligo di pubblicazione dell'investimento, ai sensi dell'[articolo 120 TUF](#), potrebbe essere riportato dai giornalisti come un indicatore dell'avvio di una contesa sul controllo della società quotata.

4.6.7  I criteri utili ad individuare quando un'informazione assume natura privilegiata possono, dunque, essere basati su elementi qualitativi o quantitativi, su condizioni interne o esterne all'emittente, a seconda del tipo di informazione rilevante. I seguenti elementi forniscono indicazioni sulla probabilità che l'informazione sia privilegiata, fermo restando che una serie di altri fattori potrebbe portare a conclusioni diverse.

Tali criteri, al pari di quelli illustrati sopra, sono utili nella ricostruzione del più completo contesto informativo in cui l'emittente decide in merito alla natura privilegiata dell'informazione. Di per sé, nessuno di essi determina, da solo, la natura privilegiata dell'informazione.

4.6.7.1  Dimensione dell'operazione sottostante all'informazione. Quanto più l'operazione è importante rispetto alle dimensioni dell'emittente in termini, ad esempio, di fatturato, attività, capitalizzazione, grado di indebitamento o redditività, tanto più è probabile che l'informazione abbia natura privilegiata.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

4.6.7.2



Impatto sulle attività core. Quanto più un dato fornisce indicazioni sull'andamento corrente e prospettico dell'attività caratteristica della società, sia cioè un *leading indicator* dell'andamento della gestione, tanto più è probabile che il dato assuma natura privilegiata.

Ad esempio, in un periodo di bassa crescita e di prospettive negative sull'andamento delle vendite per una società che opera in un settore non ancora maturo e con significativi margini di crescita del fatturato, un importante aumento delle vendite in una regione più sensibile al ciclo economico potrebbe essere indicativo di una ripresa dell'economia e dell'aumento delle vendite a fine periodo.

4.6.7.3



Stato di sviluppo dell'operazione sottostante all'informazione. Quanto più un progetto è in fase avanzata, tanto più è probabile che assuma natura privilegiata.

Ad esempio, un piano di cessione di un ramo di azienda è più probabile che assuma natura privilegiata se sono state già ricevute concrete manifestazioni d'interesse da affidabili controparti.

4.6.7.4



Rilievo dell'informazione per il settore. Quanto più un'operazione è suscettibile di alterare gli equilibri di un settore, tanto più è probabile che assuma natura privilegiata.

Ad esempio, si consideri il caso in cui l'emittente abbia un piano per entrare in una diversa nicchia del settore in cui opera e si aspetti che il principale *player* della stessa nicchia reagisca cercando di entrare, a sua volta, nel settore *core* dell'emittente.

Analogamente l'adozione di una politica aggressiva dei prezzi per attrarre una determinata tipologia di clientela potrebbe determinare una reazione da parte delle società del settore che avevano quella stessa clientela fidelizzata.

4.6.7.5



Impatto sulle attese di investitori e analisti finanziari. Quanto più le strategie aziendali e le informazioni contabili di periodo si discostano dalle previsioni degli operatori, specie se supportate da precedenti indicazioni fornite dalla società, tanto più è probabile che l'informazione abbia natura privilegiata.

Ad esempio, l'accertamento da parte dell'emittente di scostamenti significativi dai precedenti dati previsionali pubblicati dallo stesso, in occasione dell'approvazione delle relazioni finanziarie di periodo o successivamente.

Altro esempio, se il mercato si aspetta una crescita per linee esterne basata su *joint venture* con altri operatori del settore, gli analisti finanziari resterebbero sorpresi

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

dall'annuncio di una strategia basata sull'apertura di nuovi punti vendita con ricorso ad un maggiore indebitamento.

- 4.6.7.6  Inserimento dell'informazione nella congiuntura economica. In un contesto, ad esempio, di forte crescita della domanda interna nel settore di riferimento, quanto più bassi sono i risultati contabili di periodo, tanto più è probabile che tale informazione abbia natura privilegiata.
- 4.6.7.7  Posizionamento dell'informazione nel contesto istituzionale del momento. Per un emittente che abbia rilevanti attività in un Paese estero, recenti fatti politici ed economici occorsi in tale Paese potrebbero assumere rilievo ai fini della valutazione della natura privilegiata di dati relativi a tali attività.
- 4.6.7.8  Situazioni di fatto. Specie nell'ambito dei cosiddetti processi prolungati, la realizzazione di alcune tappe intermedie rende con maggiore probabilità privilegiata l'informazione relativa al più ampio processo. Si pensi, ad esempio, all'accordo (ancora informale) per un Non-Disclosure Agreement ("NDA") con uno dei principali *competitor* del settore.
- 4.6.7.9  Coinvolgimento di più unità organizzative. Nelle situazioni in cui, ad esempio, le procedure interne dell'emittente prevedono per l'avvio di un'operazione di M&A l'interessamento, a vario titolo, di più unità organizzative: quante più unità sono nel caso specifico coinvolte, tanto più è probabile che l'informazione sia privilegiata.
- Ad esempio, se le procedure prevedono che sia la Divisione Pianificazione e Controllo ad elaborare progetti di finanza straordinaria e che, prima di effettuare proposte al CEO, la stessa Divisione investa del progetto il CFO e la Divisione Affari Societari, tali eventuali passaggi potrebbero rendere con maggiore probabilità il progetto come informazione privilegiata.
- 4.6.7.10  Processi *top-down*. Quanto più un progetto è frutto di indicazioni provenienti dal *top management*, piuttosto che di proposte provenienti dagli uffici operativi (processi *bottom-up*), tanto più è probabile che il progetto assuma natura di informazione privilegiata.
- 4.6.7.11  Incarichi a consulenti esterni. Laddove, per esempio, ad esito di un processo interno, dovesse esser deciso di selezionare uno o più consulenti esterni per la valutazione della fattibilità di un progetto, dovrebbe, allora, essere più probabile che tale progetto abbia natura di informazione privilegiata.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

4.6.7.12  Richiesta di finanziamenti esterni. Qualora, per esempio, nell'ambito di un ambizioso progetto di M&A venga deciso di richiedere un finanziamento *ad hoc* ad un istituto bancario, dovrebbe, allora, essere più probabile che l'informazione abbia carattere privilegiato.

4.6.7.13  Impatto sulle informazioni già rese pubbliche dall'emittente. Se, ad esempio, l'emittente aveva fornito indicazioni in merito ad un rafforzamento delle attività in una certa area geografica, la vendita di una controllata nella stessa zona potrebbe costituire, con maggiore probabilità, un'informazione privilegiata.

4.6.8  Con riferimento agli emittenti i cui strumenti finanziari non sono ancora oggetto di negoziazioni, possono costituire criteri utili ad individuare quando un'informazione assume natura privilegiata le caratteristiche dell'emittente e gli elementi che portano alla determinazione del prezzo indicati nel prospetto pubblicato per l'offerta e l'andamento dei prezzi degli eventuali scambi effettuati fuori dalle sedi di negoziazione.

Assumono, tipicamente, natura privilegiata le informazioni sulle fondamentali fasi dell'*iter* che porta alla negoziazione degli strumenti finanziari su una sede di negoziazione: richiesta di ammissione alle negoziazioni, ammissione alle negoziazioni su richiesta o autorizzazione dell'emittente e la data di effettivo inizio delle negoziazioni.

Inoltre, possono avere natura privilegiata informazioni che sono oggetto di apposito supplemento al prospetto informativo già pubblicato.

4.7 Ulteriori indicazioni

4.7.1  L'emittente non ritarda opportunisticamente l'individuazione del momento in cui l'informazione assume natura privilegiata. Ad esempio, se l'informazione diviene privilegiata a seguito di una decisione del Consiglio di Amministrazione, l'emittente non ritarda la convocazione della riunione consiliare. Se, infatti, una precedente riunione del Consiglio aveva richiesto al *management* la presentazione di due piani di crescita per linee esterne tra cui scegliere, il *management*, nelle more della convocazione della nuova riunione, non tarda a qualificare tali piani come informazioni privilegiate, ove ne ricorrano le condizioni.

4.7.2  Se l'emittente riceve un'informazione rilevante in modo informale o tramite canali non corretti, ma è in grado di controllare l'autenticità dell'informazione e della fonte, ai fini della qualificazione dell'informazione come privilegiata l'emittente non attende di ricevere l'informazione in modo formale o secondo gli appropriati canali.

4.7.3  Al fine della determinazione degli illeciti di abuso di mercato (comunicazione illecita di informazioni privilegiate e operazioni che abusano delle stesse [[articoli 8 e 10 MAR](#)]), non

 CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

è dirimente il fatto che nel momento in cui la condotta è posta in essere l'emittente non abbia già qualificato l'informazione come privilegiata.

È, quindi, opportuno che l'emittente chiarisca tale aspetto al *management* e ai dipendenti interessati dalla Procedura.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 5 – SEGREGARE L’INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

5.1 Formalizzazione e registrazione della decisione

5.1.1  Quando un’informazione rilevante viene individuata come privilegiata l’emittente formalizza questa decisione e registra su uno strumento tecnico che assicura l’accessibilità, la leggibilità e la conservazione su supporto durevole delle informazioni [articolo 4(1)(a) RE 2016/1055]:

- data e ora in cui l’informazione è divenuta privilegiata
- data e ora in cui l’emittente ha deciso in merito
- identità delle persone che hanno assunto la decisione o partecipato alla formazione della stessa.

5.1.2  L’emittente si dota di un insieme di misure (barriere) volte a segregare l’informazione privilegiata, ovvero evitare che abbiano accesso all’informazione privilegiata soggetti (interni o esterni alla società) che non devono accedervi nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione, cioè soggetti che non hanno necessità di conoscere l’informazione privilegiata [articolo 4(1)(c)(i) RE 2016/1055].

Una di tali misure è costituita dall’Insider List.

5.1.3  L’emittente applica opportuni presidi per tutelare la riservatezza delle informazioni privilegiate (cfr. punti 3.4 e 6.6.1).

5.2 Insider List

5.2.1  A seguito della registrazione della decisione *sub* 5.1, l’emittente inserisce una nuova sezione nell’Insider List riferita all’informazione privilegiata individuata. La sezione riporta soltanto i dati delle persone aventi accesso all’informazione privilegiata [articolo 2(1) RE 2016/347].

Poiché presso l’emittente possono coesistere contemporaneamente varie informazioni privilegiate, è opportuno precisare nell’Insider List le specifiche informazioni privilegiate alle quali ha accesso la persona che lavora per l’emittente (...) (indicando tra l’altro se si tratta di contratto, progetto, fatto aziendale o finanziario, pubblicazione del bilancio o annuncio di utili inferiori alle attese). A tal fine l’Insider List dovrebbe essere suddivisa in sezioni distinte, una per ciascuna informazione privilegiata. Ciascuna sezione dovrebbe elencare tutte le persone che hanno accesso alla stessa informazione privilegiata specificamente indicata [Considerando (3) RE 2016/347].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------



Quanto sopra vale anche nel caso in cui l'emittente decida di non ritardare la pubblicazione dell'informazione (cfr. Sezioni 6 e 7).



Se l'informazione concerne un processo prolungato che si svolge in più tappe, la sezione dell'Insider List può riferirsi a tutte le tappe del processo.

Ad esempio, nel caso di un'informazione privilegiata concernente la fusione con altra società, la sezione dell'Insider List attivata quando l'informazione ha assunto natura privilegiata in una fase iniziale del processo può, successivamente, essere aggiornata in relazione alle persone che hanno accesso all'informazione nelle tappe successive del processo (fino alla pubblicazione); e ciò a prescindere dal fatto che nel corso di svolgimento del processo l'informazione abbia via via mutato il suo contenuto.

5.2.2 Inizialmente, le persone sono individuate sulla base della mappatura e della RIL, se continuano ad avere accesso all'informazione (cfr. Sezione 3).



Nell'Insider List sono successivamente indicate le persone che hanno accesso all'informazione privilegiata.



Nel caso in cui l'emittente decida di non ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata (cfr. Sezione 6), risulteranno indicate nell'Insider List le persone che hanno avuto accesso all'informazione privilegiata nel periodo intercorrente tra il momento in cui l'informazione è stata qualificata come privilegiata e il momento in cui l'informazione è stata pubblicata (cfr. Sezione 7).



Nella sezione dell'informazione privilegiata non sono inseriti i dati delle persone che hanno sempre accesso a tutte le informazioni privilegiate (titolari di accesso permanente) inserite in una specifica sezione (cfr. punto 5.2.15) [articolo 2(2) RE 2016/347].

5.2.3 *Nella sezione dell'Insider List sono indicati i dati delle persone che hanno un rapporto di collaborazione professionale con l'emittente e che, nello svolgimento di determinati compiti, hanno accesso all'informazione [articolo 18(1)(a) MAR].*



Le persone che agiscono in nome o per conto dell'emittente redigono una propria Insider List [Sezione 10.1, Q&A ESMA (Versione 8)].



È possibile, naturalmente, che vi siano divergenze di valutazioni tra l'emittente e le persone che agiscono in nome o per conto dell'emittente riguardo alla natura privilegiata dell'informazione. La responsabilità riguardo alla redazione dell'Insider List ricade distintamente sui due soggetti.



Quando l'emittente viene a conoscenza del fatto che una persona che agisce in nome o per conto suo ha attivato una propria Insider List in relazione ad una informazione che l'emittente non ha, di contro, qualificato come privilegiata, l'emittente tiene conto di tale circostanza (al pari dei criteri indicati nella Sezione 4) ma non è obbligato a riconoscere

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

l'informazione come privilegiata e ad inserire un'apposita sezione nella propria Insider List.



Analogamente, la persona che agisce in nome o per conto dell'emittente tiene conto della decisione dell'emittente ma non è obbligata a seguirla.

5.2.4



L'Insider List è finalizzata all'evidenziazione del collegamento tra la specifica informazione privilegiata e la persona che ha accesso alla stessa. La necessità dell'inserimento nell'Insider List sorge nel momento in cui tale accesso si determina, in conseguenza di quanto previsto dalla Procedura e delle circostanze del caso.

Avere accesso all'informazione privilegiata non implica necessariamente il possesso effettivo della stessa. Per altro verso, l'accesso a informazioni privilegiate non deve essere inteso come mera eventualità di avere accesso a informazioni privilegiate.

Ad esempio, una persona ha accesso ad una informazione privilegiata sita in un *database* se riesce ad accedere alla stessa direttamente dal proprio *computer*.

5.2.5



Il rapporto di collaborazione professionale può consistere in un contratto di lavoro dipendente o altro. Ad esempio, tali persone possono essere consulenti, revisori, agenzie di rating del credito [articolo 18(1)(a) MAR].

5.2.6



Qualora la persona che ha un rapporto di collaborazione professionale con l'emittente sia una società, un'associazione o un altro ente, l'emittente indica nell'Insider List i dati delle relative persone fisiche di cui all'emittente risulta che hanno accesso all'informazione privilegiata.



Salvo nel caso di cui al punto 5.2.16 [Sezione 10.2, Q&A ESMA (Versione 8)], l'emittente non ha il diritto di accedere ai dati presenti nell'Insider List delle persone che agiscono in nome o per conto dell'emittente.

Se, ad esempio, l'emittente esamina l'informazione privilegiata con due manager di una società consulente, l'emittente indica nell'Insider List i dati dei due manager. Se, a loro volta, i due manager esaminano l'informazione privilegiata con altri tre manager della società consulente senza che l'emittente ne sia a conoscenza, l'Insider List dell'emittente non include gli altri tre manager [Sezione 10.1, Q&A ESMA (Versione 8)]. La società consulente include, invece, nella propria Insider List i dati dei cinque manager. L'emittente non è responsabile della correttezza dei dati presenti nell'Insider List della società consulente.



Esempi di tali società, associazioni o enti possono essere:

- consulenti dell'emittente relativamente ad operazioni in materia legale, fiscale, economico aziendale, ecc.
- banche che organizzano e attuano programmi di finanziamento dell'emittente la cui esistenza è rilevante per la stabilità finanziaria dell'emittente o che comportano anche

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

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

- soggetti abilitati che agiscono 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
- società di revisione
- soggetti che svolgono la funzione di *sponsor*, *specialist* o *nomad* quando la loro attività richiede l'accesso a informazioni privilegiate.

5.2.7  Nell'Insider List sono inserite le persone che hanno un rapporto di collaborazione professionale presso una società in rapporto di controllo e che abbiano, altresì, accesso all'informazione privilegiata dell'emittente.

Rimane fermo che le società controllate non sono tenute dall'articolo 18 MAR a redigere una propria Insider List [[articolo 18\(1\) MAR](#)].

5.2.8  Nell'Insider List non sono inseriti i dati di eventuali controparti di operazioni di fusione o di acquisizioni o di altre operazioni indicate nel punto 3.1.2.

5.2.9  *L'emittente adotta ogni misura ragionevole per assicurarsi che le persone inserite nell'Insider List prendano atto, per iscritto, degli obblighi giuridici e regolamentari connessi e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate* [[articolo 18\(2\) MAR](#)].



Quanto al requisito della forma scritta, la presa d'atto può avvenire anche esclusivamente attraverso strumenti elettronici (ad esempio, *email*).



Quanto agli elementi che consentono all'emittente di ritenere che la persona inserita nell'Insider List sia a conoscenza della disciplina, sono, ad esempio, significativi i casi in cui la persona è stata adeguatamente formata o è frequentemente inserita nell'Insider List o, specie quando la persona lavora presso altro ente, ha ricevuto dall'emittente una chiara illustrazione scritta della disciplina.

5.2.10  *La sezione dell'Insider List riferita alla specifica informazione privilegiata viene redatta secondo le tassative ed esaustive indicazioni presenti nel Modello I [[Allegato I RE 2016/347](#)], aggiungendo la data di prima redazione della sezione [[articolo 18\(3\) MAR](#)].*

Nella sezione riferita alla specifica informazione privilegiata non occorre inserire soggetti già presenti nella eventuale "sezione degli accessi permanenti", che viene redatta secondo le tassative ed esaustive indicazioni presenti nel Modello II [[allegato I RE 2016/347](#)].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

5.2.11  *L'Insider List dovrebbe riportare dati utili per aiutare l'autorità competente nelle indagini permettendole di analizzare rapidamente la condotta di negoziazione delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate, di stabilire collegamenti tra queste e le persone implicate in negoziazioni sospette e di rilevare gli eventuali contatti intercorsi tra di esse in momenti critici. A questo scopo è essenziale il numero di telefono, che permette all'autorità competente di intervenire rapidamente chiedendo, se necessario, i tabulati del traffico di dati. Tali dati utili dovrebbero essere disponibili fin dall'inizio, per evitare di compromettere l'integrità dell'indagine obbligando l'autorità competente a chiedere, a indagine avviata, ulteriori informazioni all'emittente (...) o alla stessa persona avente accesso a informazioni privilegiate [Considerando (6) RE 2016/347].*

5.2.12  *L'emittente aggiorna la sezione dell'Insider List nelle seguenti circostanze [articolo 18(4) MAR]:*

- a) *se cambia il motivo per cui la persona è inclusa nella sezione;*
- b) *se una nuova persona ha accesso all'informazione privilegiata;*
- c) *se una persona iscritta nella sezione non ha più accesso all'informazione.*

5.2.13  La FGIP è responsabile della corretta tenuta dell'Insider List (cfr. punto 2.2.1) e rimane responsabile in caso di delega ad altra funzione dell'emittente.

In ciascuna fase della Procedura la FGIP è informata dalle FOCIP di eventuali persone non indicate nella mappatura (cfr. Sezione 3) che hanno o hanno avuto accesso alla specifica informazione privilegiata, eventualmente su segnalazione delle stesse persone (autodenuncia).

5.2.14  Quando l'informazione privilegiata cessa di avere natura privilegiata, l'emittente indica tale circostanza nell'Insider List e ne informa le persone indicate.

5.2.15  *Le persone inserite nella "sezione degli accessi permanenti" hanno per funzione o posizione sempre accesso a tutte le informazioni privilegiate sin dalla loro individuazione [articolo 2(2) RE 2016/347].*

 Pertanto, nella sezione degli accessi permanenti dovrebbe essere presente un numero estremamente basso di persone.

 Ad esempio, non dovrebbe essere inserito nella sezione degli accessi permanenti l'Amministratore che non rivesta incarichi esecutivi, poiché ha normalmente accesso all'informazione privilegiata nelle fasi finali del sottostante processo. Parimenti, non dovrebbero essere inclusi i revisori, non avendo essi accesso a tutti i tipi di informazioni privilegiate.

 La sezione degli accessi permanenti potrebbe includere le persone che gestiscono la tenuta dell'Insider List e le persone che decidono in merito alla natura privilegiata delle informazioni (FGIP, ecc.).

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------



La sezione potrebbe includere alcuni soggetti apicali, come l'Amministratore Delegato e il Direttore Generale e i relativi *staff* (segretari e, ad esempio, qualora tali soggetti apicali lavorino più ore al giorno in automobile, gli autisti).



Ai fini dell'iscrizione dei soggetti apicali, occorre, quindi, verificare che essi abbiano accesso alle informazioni privilegiate che si generano presso unità organizzative posizionate su livelli gerarchici inferiori.



Nel caso di SGR che gestiscono fondi quotati, in aggiunta alla sezione degli accessi permanenti relativa a tutte le informazioni privilegiate gestite dalla SGR, la SGR può attivare una sezione degli accessi permanenti per ciascuno dei fondi gestiti.

5.2.16



L'emittente può delegare a una persona, che agisce in nome o per conto dell'emittente, l'incarico di redigere e aggiornare l'intera Insider List. L'emittente rimane pienamente responsabile del rispetto degli obblighi previsti da MAR e conserva sempre il diritto di accesso all'Insider List [articolo 18(2), comma 2, MAR; Sezione 10.2, Q&A ESMA (Versione 8)].



Pertanto, in tale caso l'emittente (la FGIP o altra funzione da questa delegata) informa tempestivamente la persona delegata dall'emittente di tutte le informazioni che devono essere inserite o aggiornate nell'Insider List.



La persona delegata può essere individuata anche in un'altra società del gruppo di appartenenza dell'emittente.



La delega può essere limitata alla fase esecutiva della gestione dell'Insider List, quale l'attività di *data-entry*.



Se l'emittente è un intermediario, la delega non è in contrasto con il Regolamento emanato da Consob e Banca d'Italia in materia di "organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" ([Provvedimento Banca d'Italia / Consob del 29 ottobre 2007](#)).

5.2.17



L'Insider List è tenuta su formato elettronico per un periodo di almeno 5 anni [articolo 2(4) RE 2016/347].

Il formato elettronico deve garantire in ogni momento [articolo 2(4) RE 2016/347]:

- a) la riservatezza delle informazioni ivi contenute assicurando che l'accesso all'Insider List sia limitato alle persone chiaramente identificate che devono accedervi per la natura della rispettiva funzione o posizione;*
- b) l'esattezza delle informazioni presenti nell'Insider List;*
- c) l'accesso e il reperimento delle versioni precedenti dell'Insider List.*



In virtù del principio di proporzionalità e, quindi, in considerazione della dimensione e della complessità della propria organizzazione, l'emittente può ottemperare alla

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

disposizione inviando, in occasione di ogni aggiornamento, il *file* in formato elettronico sul quale l'Insider List è tenuta ad un indirizzo PEC cui ha accesso la FGIP.

- 5.2.18  *In esito a richiesta, l'emittente trasmette alla Consob l'Insider List, o le specifiche sezioni indicate nella richiesta, via PEC all'indirizzo consob@PEC.consob.it (o, se l'emittente non è obbligato ad avere una PEC, all'indirizzo protocollo@consob.it), seguendo le eventuali ulteriori indicazioni presenti nella richiesta [articolo 2(5) RE 2016/347; Comunicazione Consob 1° luglio 2016 n. 0061330].*

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 6 – RITARDARE LA PUBBLICAZIONE DELL'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

6.1 Preparazione della decisione di ritardare la pubblicazione

6.1.1  In presenza di una specifica informazione rilevante che a breve potrebbe ragionevolmente acquisire natura privilegiata l'emittente, prima della decisione in merito alla natura privilegiata dell'informazione (cfr. punto 5.1.1), valuta se sussistano le condizioni per poterne eventualmente ritardare la comunicazione al pubblico ai sensi dell'[articolo 17\(4\)](#) o dell'[articolo 17\(5\) MAR](#).

6.1.2  Per le informazioni che assumono natura privilegiata in modo non prevedibile, la valutazione è svolta nel più breve tempo possibile, successivamente all'accertamento della natura privilegiata dell'informazione.

6.1.3  Laddove le analisi preliminari di cui al punto 6.1.1 non consentano di escludere la decisione di ritardare la pubblicazione, l'emittente si predispone all'eventualità che decida successivamente di ritardare la pubblicazione. A tal fine:

- a) *accerta la disponibilità dello strumento tecnico che assicura l'accessibilità, la leggibilità e la conservazione su supporto durevole delle informazioni in cui deve registrare i dati relativi alla decisione* [[articolo 4\(1\) RE 2016/1055](#)];
- b) *adotta le misure organizzative volte a consentire la pubblicazione quanto prima possibile delle informazioni privilegiate qualora non dovesse essere più garantita la riservatezza delle stesse* [[articolo 4\(1\)\(c\) RE 2016/1055](#)];
- c) *prepara una stima della data e, se del caso, dell'ora della probabile pubblicazione dell'informazione eventualmente ritardata* [[articolo 4\(1\)\(a\) RE 2016/1055](#)].

6.2 Condizioni per ritardare la pubblicazione

6.2.1  *L'emittente può ritardare, sotto la propria responsabilità, la pubblicazione dell'informazione privilegiata a condizione che siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni* [[articolo 17\(4\) MAR](#)]:

- a) *l'immediata comunicazione pregiudicherebbe probabilmente i suoi legittimi interessi,*
- b) *il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico,*
- c) *l'emittente è in grado di garantire la riservatezza dell'informazione privilegiata.*

Le medesime condizioni si applicano anche nel caso di informazioni relative a processi prolungati [[articolo 17\(4\) MAR](#)].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Di seguito si esaminano le tre condizioni.

6.3 Legittimi interessi

6.3.1 *Le situazioni in cui l'immediata comunicazione pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente* includono quelle elaborate dall'ESMA nel seguente indicativo e non esaustivo elenco [articolo 17(11) MAR; Orientamenti ESMA/2016/1478; Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353]:



Rimane comunque in capo all'emittente la spiegazione sulla sussistenza nella situazione specifica di un legittimo interesse che verrebbe pregiudicato da una immediata comunicazione al pubblico [punto 53 Final Report ESMA/2016/1130].

a) *l'emittente sta conducendo trattative il cui esito sarebbe probabilmente compromesso dalla comunicazione immediata al pubblico. Alcuni esempi delle suddette trattative possono riguardare quelle relative a fusioni, acquisizioni, scissioni e scorpori, acquisti o cessioni di attività rilevanti o di rami di attività aziendali, ristrutturazioni e riorganizzazioni* [articolo 17(11) MAR; Considerando 50 MAR; Orientamenti ESMA/2016/1478; Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353].



Quando tali trattative riguardano due società quotate, in caso di conclusione favorevole, queste si coordinano in modo che l'approvazione da parte degli organi societari competenti avvenga, per quanto possibile, in momenti ravvicinati al fine di contenere l'estensione del ritardo.

b) *la sostenibilità finanziaria dell'emittente risulta in serio e imminente pericolo, sia pure non ricadente all'interno dell'ambito della legge fallimentare applicabile, e la comunicazione immediata al pubblico dell'informazione privilegiata pregiudicherebbe seriamente gli interessi degli azionisti esistenti e potenziali, compromettendo la conclusione delle trattative imbastite per garantire il risanamento finanziario dell'emittente* [articolo 17(11) MAR; Considerando 50 MAR; Orientamenti ESMA/2016/1478; Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353].

- Rispetto a quanto indicato nel Considerando 50 MAR, nell'esempio dell'ESMA non c'è alcun riferimento al risanamento finanziario "a lungo termine" in quanto l'ESMA ritiene che anche il risanamento finanziario "a breve termine" possa costituire un legittimo interesse per ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata [punto 58 Final Report ESMA/2016/1130].
 - Rimane fermo che il caso in esame non si riferisce alla possibilità di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata relativa ad un problema temporaneo di liquidità al fine di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario ai sensi dell'articolo 17(5) MAR [punto 59 Final Report ESMA/2016/1130].
- c) *l'informazione privilegiata si ricollega a decisioni prese o a contratti stipulati dall'organo direttivo di un emittente i quali necessitano, in conformità con la legge nazionale o lo statuto interno dell'emittente, dell'approvazione di un altro organo*

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

dell'emittente diverso dall'assemblea generale degli azionisti al fine di entrare in vigore, a condizione che:

- i. la comunicazione immediata al pubblico dell'informazione prima di una decisione definitiva in tal senso possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico; e
- ii. l'emittente abbia disposto che la decisione definitiva sarà presa quanto prima [articolo 17(11) MAR; Considerando 50 MAR; Orientamenti ESMA/2016/1478; Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353].

- Questo è il caso del Sistema dualistico in cui alcuni tipi di decisione del Consiglio di Gestione per essere efficaci devono essere approvati dal Consiglio di Sorveglianza [punto 62 Final Report ESMA/2016/1130].

Un esempio relativo alla condizione *i.* riguarda il fatto che, in pratica, il pubblico è consapevole della circostanza che nella maggior parte delle situazioni il Consiglio di Gestione fa attenzione a che la propria decisione non sarà ribaltata dal Consiglio di Sorveglianza e della circostanza che la maggior parte delle decisioni del Consiglio di Sorveglianza dovrebbe essere in linea con quelle prese dal Consiglio di Gestione.

Pertanto, laddove il Consiglio di Gestione abbia dubbi riguardo alla decisione del Consiglio di Sorveglianza e riconosca come un ribaltamento o una modifica della propria decisione sia uno scenario possibile, allora il pubblico potrebbe essere fuorviato da una comunicazione immediata dell'informazione da parte del Consiglio di Gestione, in quanto il pubblico potrebbe considerare la decisione del Consiglio di Gestione come sicura mentre in realtà non lo è.

In aggiunta, con riferimento alla condizione *ii.*, non è riconosciuta alcuna possibilità di ritardo laddove l'emittente non si organizzi in modo che la decisione definitiva sia presa quanto prima possibile.

Le condizioni in esame sono finalizzate ad assicurare che il semplice fatto che l'emittente abbia due diversi organi decisionali non rappresenta, di per sé, un legittimo interesse per ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata finché il secondo organo non si riunisce per approvare in modo definitivo.

Come regola generale, gli emittenti pubblicano le informazioni privilegiate spiegando che la decisione definitiva da parte del secondo organo dell'emittente è ancora pendente [punti 66-69 Final Report ESMA/2016/1130].

- La situazione *sub c)* e le relative condizioni non si applicano a tutte le informazioni che sono assunte dall'organo direttivo (cioè, di gestione) di un emittente che adotta il sistema dualistico, ma solo a quelle informazioni per le quali l'emittente ha ritardato la pubblicazione, fino alla decisione dell'organo direttivo, sulla base di un legittimo interesse diverso da quello *sub c)*.

- La situazione *sub c)* non crea un'asimmetria tra emittenti che adottano il sistema dualistico e quelli che adottano un sistema diverso. La peculiarità in esame è

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

legata al fatto, tipico del sistema dualistico, che una decisione assunta formalmente dall'organo di gestione potrebbe non essere considerata definitiva nonostante sia stata formalizzata dallo stesso organo. Rimane fermo per tutti i sistemi che la pubblicazione non possa essere ritardata fino alla decisione dell'assemblea degli azionisti.

-  - L'ESMA ritiene che non sia appropriato estendere l'esempio relativo al Sistema dualistico al sistema monistico (o a quello tradizionale) in quanto il primo presenta differenze sostanziali nel processo decisionale, caratterizzato da due separati organi cui è richiesto di assumere decisioni indipendenti, mentre gli altri sistemi presentano un solo organo che può eventualmente delegare parte dei propri poteri decisionali ad un'altra persona [[punto 121 del Feedback Statement \(Annex 4\) del Final Report ESMA/2016/1130](#)].

-  **d)** *l'emittente ha sviluppato un prodotto o un'invenzione e la comunicazione immediata al pubblico di tale informazione potrebbe compromettere i diritti di proprietà intellettuale dell'emittente* [[articolo 17\(11\) MAR](#); [Orientamenti ESMA/2016/1478](#); [Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353](#)].

-  **e)** *l'emittente sta pianificando l'acquisto o la vendita di partecipazioni azionarie rilevanti in un'altra entità e la comunicazione di dette informazioni potrebbe compromettere l'attuazione di tale piano* [[articolo 17\(11\) MAR](#); [Orientamenti ESMA/2016/1478](#); [Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353](#)].

 - *Questa particolare situazione si differenzia da quella relativa alle “negoziazioni in corso” di cui alla lettera a), in quanto include casi in cui il piano è stato già deciso ma non sono ancora iniziate le negoziazioni. L'ESMA evidenzia che questa situazione richiede evidenze in merito alla decisione presa in vista della realizzazione del piano* [[punto 74 Final Report ESMA/2016/1130](#)].

 - *Dato che l'elenco dei legittimi interessi non intende essere esaustivo, ci possono essere anche altre situazioni di azioni pianificate prima dell'inizio delle negoziazioni che possono costituire un legittimo interesse per l'emittente* [[punto 75 Final Report ESMA/2016/1130](#)].

-  **f)** *un'operazione annunciata in precedenza è soggetta all'approvazione di un'autorità pubblica e tale approvazione risulta subordinata al soddisfacimento di requisiti aggiuntivi, laddove la comunicazione immediata al pubblico di detti requisiti possa influenzare la capacità dell'emittente di soddisfarli e pregiudichi pertanto il successo finale dell'accordo o dell'operazione* [[articolo 17\(11\) MAR](#); [Orientamenti ESMA/2016/1478](#); [Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353](#)].

 - L'ESMA evidenzia che nella situazione in esame, in caso di OPA o operazioni di M&A, il legittimo interesse non si riferisce all'annuncio stesso della pubblicazione dell'OPA o delle operazioni di M&A. Quando queste operazioni sono annunciate l'emittente deve fornire al pubblico le opportune informazioni riguardo alle decisioni pendenti delle autorità sull'approvazione o autorizzazione

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

delle operazioni, anche con riferimento all'esistenza di possibili condizioni che potrebbero essere imposte da tali autorità.

Un legittimo interesse a ritardare la pubblicazione riguarda le effettive condizioni che le autorità possono imporre dopo l'annuncio nell'ambito dei contatti dell'emittente con tali autorità nel corso del processo di autorizzazione. Tali condizioni possono consistere nella vendita di una parte delle attività in una determinata area geografica, che, ad esempio, potrebbe essere imposta dall'autorità per la concorrenza, o, qualora l'emittente sia un soggetto vigilato, in un aumento di capitale richiesto dalla relativa autorità di vigilanza prudenziale [[punto 80 Final Report ESMA/2016/1130](#)].

- 6.3.2  Situazioni in cui l'immediata comunicazione al pubblico **non** pregiudicherebbe i legittimi interessi dell'emittente, includono, ad esempio, con riferimento all'informazione relativa alle dimissioni dell'Amministratore Delegato, la mancata individuazione del suo sostituto [[punti 100 e 126 del Feedback Statement \(Annex 4\) del Final Report ESMA/2016/1130](#)].

6.4 Effetto di fuorviare il pubblico

- 6.4.1  *Le situazioni in cui il ritardo nella comunicazione dell'informazione privilegiata può indurre in errore il pubblico includono quelle elaborate dall'ESMA nel seguente "indicativo e non esaustivo" elenco [[articolo 17\(11\) MAR](#); [Orientamenti ESMA/2016/1478](#); [Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353](#)]:*

- a) l'informazione privilegiata è sostanzialmente differente dalla precedente dichiarazione pubblica dell'emittente in merito all'argomento a cui fa riferimento l'informazione;*
 - b) l'informazione privilegiata riguarda la circostanza che gli obiettivi finanziari dell'emittente non saranno probabilmente raggiunti, laddove tali obiettivi siano stati precedentemente annunciati in forma pubblica;*
 - c) l'informazione privilegiata è in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall'emittente al mercato, quali interviste, campagne promozionali itineranti [roadshow] o qualsivoglia altro tipo di comunicazione organizzata dall'emittente o con il consenso del medesimo.*
- (...) nel valutare le aspettative del mercato, l'emittente deve tener conto del *sentiment* del mercato, ad esempio considerando il *consensus* degli analisti finanziari [[punto 84 Final Report ESMA/2016/1130](#)];

- 6.4.2  L'ESMA ha considerato se includere nella lista di situazioni in esame quelle in cui l'emittente, mentre sta ritardando la pubblicazione di informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17(4) MAR, rende pubbliche informazioni che non sono coerenti con quelle oggetto di ritardo. Tuttavia tali situazioni rientrerebbero nei casi di manipolazione del

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

mercato e, quindi, l'ESMA ha preferito non menzionare esplicitamente tali situazioni [punto 86 Final Report ESMA/2016/1130].

- 6.4.3  Il ritardo della pubblicazione di un'informazione privilegiata non è considerato automaticamente come fuorviante sulla base del fatto che l'informazione privilegiata ha la caratteristica di essere materiale e, quindi, non essendo incorporata e riflessa nei prezzi di mercato a causa del ritardo, indurrebbe sempre in errore il pubblico. Se, così fosse, peraltro, non ci sarebbe un'articolata disciplina sulla possibilità di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata volta a tutelare esigenze legittime dell'emittente.

6.5 Garantire la riservatezza

- 6.5.1  *L'emittente definisce una serie di misure (barriere) protettive delle informazioni erette sia all'interno che verso l'esterno per impedire l'accesso alle informazioni privilegiate da parte di persone ulteriori rispetto a quelle che devono accedervi nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione [articolo 4(1)(c)(i) RE 2016/1055].*
- 6.5.2  Con riferimento alla capacità dell'emittente di mantenere la riservatezza dell'informazione privilegiata mentre ritarda la pubblicazione della stessa, l'ESMA ritiene che le misure protettive dell'emittente devono essere efficaci, benché proporzionate alle circostanze dell'emittente e al numero di persone coinvolte nel processo di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata. In altri termini l'ESMA considera che quante più persone sono coinvolte nel processo e conoscono l'informazione privilegiata, tanto più stringenti devono essere le misure da utilizzare [punto 248 Final Report ESMA/2015/1455].
- 6.5.3  *Nel caso in cui sia rilevato un rumour che si riferisca in modo esplicito all'informazione privilegiata oggetto di ritardo, se tale rumour è sufficientemente accurato da indicare che la riservatezza di tale informazione non è più garantita, l'emittente pubblica l'informazione [articolo 17(7) MAR].*
- 6.5.4  Rispetto all'obbligo di rendere pubblica l'informazione privilegiata ai sensi dell'articolo 17(7) MAR, non assume rilievo la circostanza che la rilevazione del rumour sia derivata da un problema organizzativo dell'emittente. L'accertamento di tale circostanza richiederebbe, infatti, tempi non brevi, che non sono coerenti con il principio di pubblicare l'informazione quanto prima possibile [punto 243 Final Report ESMA/2015/1455].
- 6.5.5  *Qualora l'emittente, o un soggetto che agisce in suo nome o per suo conto, nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione comunichi, intenzionalmente o non intenzionalmente, l'informazione privilegiata ad un terzo che non è tenuto ad obblighi di riservatezza, l'emittente deve dare integrale ed effettiva*

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

comunicazione al pubblico dell'informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale [articolo 17(8) MAR].

6.5.6  A condizione dell'esistenza di un obbligo di riservatezza, di un rapporto giustificativo e di misure organizzative idonee a segregare l'informazione privilegiata, onde evitarne un'impropria circolazione interna ed esterna, è possibile informare in modo selettivo soggetti terzi [cfr. [articolo 10\(1\) MAR](#) e [articolo 17\(8\) MAR](#)].



Al fine della compiuta interpretazione di tale disposizione e a titolo non esaustivo, tra tali soggetti terzi possono essere inclusi:

- a) i consulenti e gli altri soggetti coinvolti nell'esame delle materie oggetto di consulenza;
- b) i soggetti con i quali l'emittente ha in corso negoziazioni su operazioni commerciali o finanziarie;
- c) le autorità pubbliche di vigilanza di settore;
- d) le banche nell'ambito dell'attività di concessione degli affidamenti;
- e) le agenzie di *rating*;
- f) le società di gestione dei mercati ove sono quotati gli strumenti finanziari.

Se del caso, tali soggetti vanno inseriti nell'Insider List (cfr. Sezione 5).

6.5.7  L'emittente presta attenzione nella comunicazione con eventuali soggetti interessati agli sviluppi della gestione delle attività aziendali in assenza di accordi di riservatezza o senza provvedere alla simultanea comunicazione delle eventuali informazioni privilegiate al pubblico [cfr. [articolo 17\(8\) MAR](#)].

Nel caso di emittenti strumenti finanziari solo obbligazionari, tale osservazione assume spesso rilievo nei rapporti con banche e fondi di *private equity*.

6.5.8  In relazione alla prassi di prendere in esame in occasione di incontri con i rappresentanti delle organizzazioni sindacali dati relativi alle prospettive aziendali, ai fini di una corretta applicazione della normativa in materia, qualora le delegazioni delle organizzazioni non abbiano assunto alcun vincolo di riservatezza, gli emittenti comunicano al pubblico ogni eventuale informazione privilegiata ivi illustrata (cfr. oltre punto 6.7.5).



Rimane fermo che in tale contesto possono essere comunicate solamente le informazioni strettamente necessarie all'esercizio dell'attività sindacale nel rispetto del principio di proporzionalità. Una prudenza particolare si impone quando si tratta di comunicare informazioni privilegiate che sono manifestamente in grado di influenzare sensibilmente il corso dei valori mobiliari in causa [[CGUE, sentenza Groongard e Bang, 22 novembre 2005](#)].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

6.6 Formalizzazione e registrazione della decisione di ritardare la pubblicazione

6.6.1  Quando l'emittente decide di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, l'emittente formalizza questa decisione e registra su uno strumento tecnico che assicura l'accessibilità, la leggibilità e la conservazione su supporto durevole delle seguenti informazioni [articolo 4(1) RE 2016/1055]:

- data e ora in cui ha deciso di ritardare la pubblicazione dell'informazione
- stima della data e dell'ora della probabile pubblicazione di tale informazione
- identità delle persone che hanno assunto la decisione di ritardare la pubblicazione e la decisione che stabilisce l'inizio del periodo di ritardo e la sua probabile fine
- identità delle persone che si occuperanno con continuità del monitoraggio delle condizioni che consentono il ritardo
- prove del soddisfacimento iniziale delle condizioni che consentono il ritardo, tra cui:
 - ✓ barriere protettive delle informazioni erette sia all'interno che verso l'esterno per impedire l'accesso alle informazioni privilegiate da parte di persone ulteriori rispetto a quelle che devono accedervi nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione
 - ✓ modalità predisposte per divulgare al più presto le informazioni privilegiate non appena non sia più garantita la riservatezza.

6.6.2  Qualora l'emittente abbia in corso un programma di riacquisto di azioni proprie ai sensi dell'articolo 5 MAR, ad esito della decisione di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, la FGIP segnala alla FOCIP competente in materia di acquisto di azioni proprie il venir meno delle condizioni per poter operare beneficiando dell'esenzione prevista da MAR [articolo 4(1)(c) RD 2016/1052].

 Rimane ferma la possibilità per l'emittente di continuare il programma di riacquisto adottando le misure indicate dall'articolo 4(2) RD 2016/1052 e dall'articolo 4(4) RD 2016/1052.

6.7 Monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione

6.7.1  L'emittente monitora nel continuo la sussistenza delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione [articolo 17(7) MAR].

6.7.2  L'emittente predispone un'eventuale bozza di comunicazione al pubblico da diffondere nell'ipotesi in cui dal monitoraggio emerge il venir meno di una delle condizioni che consentono il ritardo.

6.7.3  Qualora, nel corso del monitoraggio, venga rilevato il venir meno di una delle condizioni che consentono il ritardo, l'emittente provvede quanto prima alla pubblicazione dell'informazione privilegiata (cfr. Sezione 7) [articolo 17(7) MAR].

 <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

- 6.7.4  *Nel caso in cui sia rilevato un rumour che si riferisca in modo esplicito all'informazione privilegiata oggetto di ritardo, se tale rumour è sufficientemente accurato da indicare che la riservatezza di tale informazione non è più garantita, l'emittente pubblica l'informazione [articolo 17(7) MAR].*

La disposizione si applica anche con riferimento a informazioni che l'emittente bancario apprende dalle autorità di vigilanza nell'ambito di un Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) effettuato ai sensi dell'articolo 97 della Direttiva 2013/36/EU (CRD IV) e che reputa costituiscano informazioni privilegiate. In tali situazioni, una politica di "no comment" non è accettabile [Sezione 5.1 Q&A ESMA (Versione 8)].

- 6.7.5  *Qualora l'emittente, o un soggetto che agisce in suo nome o per suo conto, nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione comunichi, intenzionalmente o non intenzionalmente, l'informazione privilegiata ad un terzo che non è tenuto ad obblighi di riservatezza, l'emittente deve dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico dell'informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale [articolo 17(8) MAR].*

6.8 Publicazione e comunicazione alla Consob

- 6.8.1  *Quando viene meno una delle condizioni che consentono il ritardo, l'emittente provvede quanto prima alla pubblicazione dell'informazione privilegiata [articolo 17(7) MAR]. Per i passi relativi alla pubblicazione si rinvia alla Sezione 7.*

- 6.8.2  *Immediatamente dopo la pubblicazione dell'informazione privilegiata oggetto di ritardo, l'emittente notifica alla CONSOB la circostanza che l'informazione appena pubblicata è stata oggetto di ritardo e fornisce nella notifica per iscritto la spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni per il ritardo della comunicazione al pubblico ed i seguenti elementi: a) identità dell'emittente (ragione sociale completa); b) identità del notificante: nome, cognome, posizione presso l'emittente; c) estremi di contatto del notificante (indirizzo di posta elettronica e numero di telefono professionali); d) identificazione dell'informazione privilegiata interessata dal ritardo nella pubblicazione (titolo del comunicato; numero di riferimento, se assegnato dal sistema usato per pubblicare le informazioni privilegiate; data e ora della comunicazione dell'informazione privilegiata al pubblico); e) data e ora della decisione di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata; f) identità di tutti i responsabili della decisione di ritardare la pubblicazione [articolo 17(4) MAR e articolo 4(3) RE 2016/1055].*

La notifica è dovuta alla Consob nei casi previsti dall'articolo 6 del RD 2016/522. Negli altri casi la notifica è dovuta ad altra autorità competente.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

La notifica non è dovuta se, dopo la decisione di ritardare la pubblicazione, l'informazione non è comunicata al pubblico perché ha perduto il suo carattere privilegiato [[Sezione 5.2, Q&A ESMA \(Versione 8\)](#)].

6.8.3  *Se l'emittente è soggetto all'obbligo di avere la PEC, la notifica alla Consob è indirizzata a consob@pec.consob.it (in caso di indisponibilità della PEC, a protocollo@consob.it), specificando come destinatario "Divisione Mercati" e indicando all'inizio dell'oggetto "MAR Ritardo comunicazione" [[Comunicazione Consob 1° luglio 2016 n. 0061330](#)].*

6.8.4  Qualora abbia sospeso il programma di riacquisto di azioni proprie in corso (cfr. sopra punto 6.6.2), la FGIP segnala alla FOCIP competente in materia di acquisto di azioni proprie il ripristino delle condizioni per poter riprendere l'operatività beneficiando dell'esenzione prevista da MAR [[articolo 4\(1\)\(c\) RD 2016/1052](#)].

6.9 Informazioni privilegiate che hanno carattere sistemico

6.9.1  *Se l'emittente è un ente creditizio o un istituto finanziario, in alternativa alle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione delle informazioni privilegiate (cfr. sopra), l'emittente può ritardare, sotto la propria responsabilità, la pubblicazione di informazioni privilegiate, comprese le informazioni legate a un problema temporaneo di liquidità e, in particolare, la necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti [[articolo 17\(5\) e articolo 17\(6\) MAR](#)]:*

- a) la comunicazione dell'informazione privilegiata comporta il rischio di compromettere la stabilità finanziaria dell'emittente e del sistema finanziario;*
- b) è nell'interesse pubblico ritardare la comunicazione;*
- c) è possibile garantire la riservatezza delle informazioni;*
- d) a seguito di notifica alla Consob della propria intenzione di ritardare la pubblicazione, la Consob autorizza il ritardo.*

6.9.2  *Riguardo alla notifica di cui alla lettera d), l'emittente fornisce alla Consob evidenza che le condizioni di cui alle lettere a), b) e c) sono soddisfatte [[articolo 17\(6\) MAR](#)].*

Se la Consob non autorizza il ritardo, l'emittente pubblica immediatamente l'informazione privilegiata [[articolo 17\(6\) MAR](#)].

Ai fini della notifica, il punto di contatto della Consob richiesto dall'articolo 5(1) RE 2016/1055 è il Responsabile della Divisione Mercati. La notifica Consob avviene per iscritto, via email, assicurando la completezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni, all'indirizzo segr.DME@consob.it, specificando "all'attenzione del

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Responsabile della Divisione Mercati” e indicando all’inizio dell’oggetto “MAR Richiesta ritardo” [Comunicazione Consob 1° luglio 2016, n. 0061330].

L’emittente riceve per iscritto la decisione della Consob [articolo 5(2) RE 2016/1055].

6.9.3  *L’emittente comunica alla Consob qualsiasi nuova informazione che possa influenzarne la decisione circa il ritardo nella divulgazione dell’informazione privilegiata con le stesse modalità usate per trasmettere la notifica [articolo 5(3) RE 2016/1055].*

6.9.4  Analogamente al caso generale di ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate (cfr. punto 6.1.1), in presenza di una specifica informazione rilevante che riguarda gravi problemi finanziari, l’emittente valuta prima della decisione in merito alla natura privilegiata dell’informazione se sussistano le condizioni per poter eventualmente effettuare la richiesta alla Consob di avere l’intenzione di ritardare la pubblicazione dell’informazione ai sensi dell’[articolo 17\(5\) MAR](#).

6.9.5  L’emittente predispone, altresì, una bozza di comunicazione al pubblico dell’informazione privilegiata da diffondersi qualora la Consob non autorizzi il ritardo.

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 7 – PUBBLICARE L’INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

7.1 Tempistica: pubblicare quanto prima possibile (“ASAP”)

7.1.1  L'emittente comunica al pubblico quanto prima possibile le informazioni privilegiate che lo riguardano direttamente [articolo 17(1) MAR].

7.1.2  La comunicazione avviene entro il lasso temporale necessario per la redazione del comunicato stampa in modo da consentire una valutazione completa e corretta dell'informazione da parte del pubblico e per la sua successiva trasmissione al Sistema per la Diffusione delle Informazioni Regolamentate (“SDIR”) o ai *media* [articolo 17(1) MAR].

7.1.3  Eventuali problemi organizzativi interni, quali l'assenza di sostituti delle persone che dovrebbero adottare la decisione o che dovrebbero curare la diffusione, non possono giustificare l'estensione di detto lasso temporale.

7.1.4  Nei casi in cui l'informazione assume natura privilegiata in un momento prevedibile, specie per le informazioni originate internamente all'emittente, l'emittente si prepara in modo da ridurre i tempi tecnici di pubblicazione. In particolare, l'emittente predispone una bozza di comunicato e si assicura che le persone coinvolte nel processo di pubblicazione siano pronte.

7.1.5  Nei casi in cui l'informazione assume natura privilegiata in un momento non prevedibile o, comunque, molto velocemente, il lasso temporale “quanto prima possibile” di cui all'articolo 17(1) MAR include quello necessario per la (rapida) valutazione della eventuale decisione di ritardare o meno la pubblicazione stessa, sussistendone le condizioni.

7.1.6  Se l'informazione diviene privilegiata il venerdì dopo la chiusura dei mercati, ai fini della corretta tempistica di pubblicazione l'emittente non tiene conto della circostanza che i mercati saranno chiusi durante il fine settimana. Ciò anche in considerazione della possibilità che vengano concluse operazioni OTC.

7.2 Preavviso alla Consob e alla società di gestione del mercato

7.2.1  Allo scopo di consentire alla Consob ed alla società di gestione del mercato il tempestivo esercizio delle rispettive attività di vigilanza, l'emittente preavvisa la Consob, anche per le vie brevi e con congruo anticipo, della possibilità che l'emittente pubblichi informazioni

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

privilegiate di particolare rilievo mentre gli strumenti finanziari sono in fase di negoziazione. Analogo preavviso è dato alla società di gestione del mercato in conformità alle regole del mercato.

7.3 Modalità di pubblicazione

7.3.1  *L'emittente pubblica l'informazione privilegiata secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva dell'informazione da parte del pubblico [articolo 17(1) MAR].*

7.3.2  *A tal fine l'emittente ammesso alle negoziazioni su un mercato regolamentato utilizza uno SDIR o procede alla Diffusione in proprio delle Informazioni Regolamentate con modalità idonee ad assicurare il rispetto delle previsioni della *Direttiva Transparency* [articolo 17(1) MAR; articolo 21 *Direttiva Transparency*].*

7.3.3  *L'emittente che non è obbligato ad utilizzare uno SDIR può diffondere l'informazione privilegiata con uno strumento tecnico che permette di:*

- a) *diffondere le informazioni: i) senza discriminazioni a una platea il più possibile ampia, ii) gratuitamente, iii) simultaneamente in tutta l'Unione Europea;*
- b) *comunicare le informazioni, direttamente o tramite terzi, ai mezzi di informazione sui quali il pubblico fa ragionevole affidamento per l'effettiva diffusione di tali informazioni. La comunicazione avviene tramite un mezzo elettronico che consente di preservare la completezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni in fase di trasmissione e indica chiaramente: i) la natura privilegiata dell'informazione comunicata; ii) l'identità dell'emittente: ragione sociale completa; iii) l'identità del notificante: nome, cognome, posizione presso l'emittente; iv) l'oggetto delle informazioni privilegiate; v) la data e l'ora della comunicazione ai media [articolo 2(1) RE 2016/1055].*



Se l'emittente è soggetto all'obbligo di avere la PEC, invia il comunicato ai *media* attraverso tale sistema.



Se l'emittente non è soggetto all'obbligo di avere la PEC o, se è soggetto, nel caso di malfunzionamento della stessa, invia il comunicato via email con modalità tali da consentire di preservare la completezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni [cfr. articolo 2(1)(b) RE 2016/1055].



Se non si avvale di uno SDIR, l'emittente diffonde l'informazione privilegiata mediante la trasmissione ad un numero adeguato di *media*, almeno tre, di cui due con diffusione nazionale.



L'emittente che si avvale di uno SDIR attribuisce all'informazione trasmessa il codice identificativo (2.2) proprio delle informazioni privilegiate [articolo 65-ter Regolamento Emittenti e Sezione B dell'Allegato al Regolamento Delegato (UE) n. 1437/2016].

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------



L'emittente che non si avvale di uno SDIR indica la natura privilegiata dell'informazione comunicata ai *media* inserendo la dicitura “*informazione privilegiata*” nell'oggetto della PEC o del diverso mezzo elettronico utilizzato.



Il testo del comunicato non indica che l'informazione ha natura privilegiata.

7.3.4  *L'emittente non coniuga la comunicazione di informazioni privilegiate al pubblico con la commercializzazione delle proprie attività [articolo 17(1) MAR].*

7.3.5  Riguardo al regime linguistico dei comunicati, ferme restando le disposizioni dell'[articolo 17 MAR](#) e del [RE 2016/1055](#), l'emittente che non sia soggetto alle disposizioni della Direttiva Transparency può fare riferimento alla stessa [\[articolo 65-quater Regolamento Emittenti Consob\]](#) o alle eventuali regole della sede di negoziazione.

7.4 Verifica della pubblicazione

7.4.1  *L'emittente assicura la completezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni privilegiate rimediando prontamente a qualsiasi carenza o disfunzione nella loro comunicazione [articolo 2(1) RE 2016/1055].*

7.4.2  L'emittente che non si avvale di uno SDIR monitora l'effettiva diffusione dell'informazione privilegiata trasmessa nelle modalità sopra indicate, sollecitando, se del caso, i *media* affinché procedano alla diffusione dell'informazione trasmessa agli stessi. L'emittente mantiene evidenza di tale attività a conferma della correttezza del proprio comportamento.

7.5 Sito internet

7.5.1  *L'emittente pubblica e conserva sul proprio sito internet per un periodo di almeno cinque anni le informazioni privilegiate che ha reso note al pubblico [articolo 17(1) MAR].*

L'inserimento del comunicato nel sito internet avviene senza ritardo dopo aver svolto le attività di verifica indicate ai punti 7.4.1 e 7.4.2 [[punto 219 Final Report ESMA/2015/1455](#)].

7.5.2  *Il sito internet consente agli utenti di accedere alle informazioni privilegiate pubblicate sul sito, senza discriminazioni e gratuitamente, in una sezione facilmente individuabile. Le informazioni privilegiate pubblicate indicano la data e l'ora della divulgazione e sono presentate in ordine cronologico [articolo 3 RE 2016/1055].*

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

7.6 Altre indicazioni sulla gestione del sito internet

7.6.1  Al fine di garantire una corretta informazione degli investitori, l'emittente tiene conto dei seguenti criteri nell'utilizzo del proprio sito internet rivolto agli investitori (area Investor Relation):

- a) riporta i dati e le notizie secondo adeguati criteri redazionali, evitando, in particolare, di perseguire finalità promozionali;
- b) indica in chiaro, in ciascuna pagina internet, la data e l'ora di aggiornamento dei dati;
- c) assicura, 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;
- d) diffonde, 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;
- e) cita la fonte dell'informazione in occasione della pubblicazione di dati e notizie elaborati da terzi;
- f) dà notizia nel comunicato della eventuale pubblicazione sul sito internet dei documenti inerenti agli eventi riportati nel comunicato stesso;
- g) mette a disposizione del pubblico tramite internet i documenti preferibilmente in versione integrale, ovvero assicura che l'eventuale sintesi rispecchi fedelmente il quadro informativo del documento originale;
- h) indica, 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;
- i) effettua 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;
- j) indica la fonte nonché l'ora effettiva della rilevazione dei dati sulle quotazioni e sui quantitativi scambiati degli strumenti finanziari eventualmente riportati;
- k) consente 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;
- l) nei *forum* di discussione con gli investitori, osserva la massima prudenza negli interventi al fine di non alterare la parità informativa.



L'emittente quotato in un mercato regolamentato pubblica attraverso il sito internet anche la documentazione relativa alle relazioni finanziarie di periodo [[articoli 65-bis, comma 2, e 65-septies, comma 5, Regolamento Emittenti](#)].

7.7 Rapporti con società controllate

7.7.1  L'emittente informa il pubblico delle informazioni che concernono le proprie società controllate se costituiscono informazioni privilegiate per l'emittente stesso [[articolo 17\(1\) MAR](#)].

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

7.7.2  *Al fine di adempiere tale obbligo, le società controllate trasmettono tempestivamente agli emittenti le notizie necessarie secondo le disposizioni da queste impartite [articolo 114(2) TUF].*

7.7.3  Qualora la società controllata sia anch'essa soggetta agli obblighi informativi del MAR, le due società possono effettuare anche comunicazioni congiunte (cfr. punto 4.3.4).

7.8 Rapporti con gli organi di informazione

7.8.1  Nel comunicare informazioni rilevanti con modalità diverse da quelle previste al punto 7.3, l'emittente deve considerare l'effetto disomogeneo della diffusione presso il pubblico.

7.8.2  Eventuali dichiarazioni da parte del *management* concernenti informazioni rilevanti, ad esempio, lo stato di trattative in corso che non costituiscono ancora, secondo l'emittente, informazioni privilegiate, devono essere ispirate a criteri di prudenza al fine di non alimentare aspettative o effetti fuorvianti.

7.8.3  In particolare, il *management* di società calcistiche dovrebbe usare la massima attenzione nel rilasciare dichiarazioni ai *media* in relazione alle trattative di calcio-mercato data la notevole attenzione da parte degli organi di informazione specializzati.

7.9 Rapporti con gli analisti finanziari

7.9.1  A tutela della parità informativa tra i diversi operatori e fermi restando gli obblighi legislativi e regolamentari vigenti, gli emittenti che organizzano o partecipano ad incontri con analisti finanziari o operatori del mercato:

- a) comunicano anticipatamente alla Consob ed alla società di gestione del mercato data, luogo e principali argomenti dell'incontro e trasmettono alle stesse la documentazione messa a disposizione dei partecipanti all'incontro, al più tardi contestualmente allo svolgimento degli incontri stessi;
- b) aprono la partecipazione all'incontro anche ad esponenti della stampa economica, ovvero, ove ciò non sia possibile, pubblicano, con le modalità previste al punto 7.3, un comunicato stampa che illustra i principali argomenti trattati.

 Resta fermo che nel corso dei suddetti incontri l'emittente non comunica ai partecipanti informazioni privilegiate a meno che le stesse non siano comunicate al pubblico con le modalità previste al punto 7.3., contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale [articolo 17(8) MAR; cfr. sopra punto 6.5.5)].

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

- 7.9.2  La verifica del *consensus* di mercato da parte dell'emittente e il suo commento nel caso di scostamento rispetto alle previsioni formulate dall'emittente in merito all'andamento della propria gestione assumono rilevanza al fine di garantire la formazione di corrette aspettative da parte degli investitori. Il monitoraggio del *consensus* di mercato è, peraltro, funzionale alla decisione di emettere *profit warning* o *earning surprise*. Rimangono salve le indicazioni ai punti 4.3.1 e 6.4.1.
- 7.9.3  La diffusione al pubblico di informazioni che avallano le stime sull'evoluzione aziendale formulate da analisti terzi è effettuata con le modalità previste al punto 7.3 quando tale avallo assume natura privilegiata.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

SEZIONE 8 – GLOSSARIO ED ELENCO ATTI NORMATIVI EUROPEI

8.1 Glossario

AMF	Autorité des Marchés Financiers
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Direttiva Transparency	Direttiva 2004/109/CE
Emittente	Soggetto di cui all'articolo 3(1)21 MAR e all'articolo 17(1) MAR
ESMA	European Securities and Markets Authority
Informazione privilegiata	Informazione di cui all'articolo 7(1)(a) MAR
FOCIP	Funzione Organizzativa Competente, a vario titolo, nella trattazione di informazioni rilevanti o privilegiate
FGIP	Funzione Gestione Informazioni Privilegiate deputata alla gestione e applicazione del Processo e della Procedura
Informazione rilevante	Informazione suscettibile, secondo l'emittente, di divenire privilegiata
Insider List	Elenco delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate di cui all'articolo 18 MAR
MAR	Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014
Media	Le agenzie specializzate nella tempestiva diffusione elettronica al pubblico delle informazioni finanziarie. Articolo 65(1)(f) del Regolamento Emittenti Consob
OPA	Offerta Pubblica di Acquisto
Orientamenti ESMA	Linee guida pubblicate dall'ESMA anche in forza di specifiche disposizioni MAR
Procedura	Procedura per la gestione delle informazioni privilegiate
Processo	Processo organizzativo dell'emittente volto alla pubblicazione delle informazioni privilegiate
Q&A ESMA	Indicazioni fornite dall'ESMA in esito a quesiti posti da autorità nazionali o da partecipanti al mercato. Le indicazioni hanno il fine di assicurare una omogenea applicazione della disciplina da parte delle autorità nazionali e sono raccolte in una specifica pubblicazione continuamente aggiornata
RD 2016/522	Regolamento Delegato (UE) 2016/522
RD 2016/1052	Regolamento Delegato (UE) 2016/1052
RE 2016/347	Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/347
RE 2016/1055	Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/1055
Regolamento Emittenti	Regolamento Consob n. 11971/1999
RIL	Relevant Information List (cfr. punto 3.3)
SDIR	Sistema per la diffusione delle informazioni regolamentate (cfr. Direttiva Transparency, articolo 113-ter TUF).
Specifiche informazioni rilevanti	Singole informazioni che rientrano nei tipi di informazioni rilevanti (cfr. sotto) e che, a giudizio dell'emittente, risultano effettivamente

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

	rilevanti in quanto possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata
Tipi di informazioni rilevanti	Tipi di informazioni che l'emittente ritiene rilevanti, in quanto relativi a dati, eventi, progetti o circostanze che, in modo continuativo, ripetitivo, periodico, oppure saltuario, occasionale o imprevisto, riguardano direttamente l'emittente stesso e che possono, in un secondo, anche prossimo, momento, assumere natura privilegiata
TUF	Decreto Legislativo n. 58/1998
UK FCA	UK Financial Conduct Authority

8.2 Atti normativi europei

8.2.1 Gli atti di seguito indicati sono disponibili sul sito internet della Consob, all'indirizzo:
<http://www.consob.it/web/area-pubblica/abusi-di-mercato>

Tabella di riepilogo delle misure di Livello 1 in tema di abusi di mercato

ATTO
Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (MAR) <i>Regolamento relativo alle sanzioni amministrative</i>
Direttiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (MAD 2) <i>Direttiva relativa alle sanzioni penali</i>
Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 <i>L'articolo 56 modifica alcune disposizioni dell'articolo 19 MAR, relativo alle operazioni dei manager</i>
Regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 giugno 2016 <i>Modifica la data di applicazione di alcune disposizioni di MAR in modo coerente al Regolamento (UE) n. 600/2014 (MIFID II)</i>
Rettifica del Regolamento (UE) n. 596/2014 del 21 ottobre 2016 <i>Introduce rettifiche relative ad errori di traduzione</i>

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

Tabella di riepilogo delle misure di Livello 2

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
4(3) [4(4)]	Reference data: notifiche ed elenco degli strumenti finanziari <i>Contenuto delle notifiche che società di gestione dei mercati e intermediari che gestiscono MTF e OTF devono trasmettere alle autorità competenti e compilazione, pubblicazione e tenuta dell'elenco delle notifiche.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/909 della Commissione del 1° marzo 2016.
4(1,2) [4(5)]	Reference data: notifiche ed elenco degli strumenti finanziari <i>Definizione dei tempi, del formato e del modello delle notifiche.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/378 della Commissione dell'11 marzo 2016.
5 [5(6)]	Operazioni di buy-back e stabilizzazione <i>Definizione delle condizioni da rispettare ai fini dell'esenzione dai divieti di abuso di mercato.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/1052 della Commissione dell'8 marzo 2016.
6(5) [6(5,6)]	Ambito di applicazione <i>L'estensione a taluni organismi pubblici e alle banche centrali di paesi terzi dell'esenzione dagli obblighi e dai divieti previsti dal MAR nell'attuazione della politica monetaria, dei cambi e della gestione del debito pubblico e della politica climatica.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
11 [11(9)]	Sondaggi di mercato <i>Modalità, procedure e requisiti relativi alla conservazione delle registrazioni.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/960 della Commissione del 17 maggio 2016.
11 [11(10)]	Sondaggi di mercato <i>I sistemi e i modelli di notifica.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 della Commissione del 17 maggio 2016.
12(3) [12(5)]	Manipolazione del mercato <i>Gli indicatori di manipolazioni del mercato (allegato I di MAR).</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
13 [13(7)]	Prassi di mercato ammesse <i>Criteri, procedure e condizioni che l'autorità nazionale competente deve tenere presenti per l'istituzione, la modifica o la cessazione di una prassi di mercato.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione del 26 febbraio 2016.
16(1,2) [16(5)]	Segnalazione di ordini e operazioni sospetti <i>Dispositivi, sistemi, procedure e modelli di notifica per conformarsi agli obblighi.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/957 della Commissione del 9 marzo 2016.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
17(2) [17(2)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Le soglie per l'individuazione dei partecipanti al mercato delle quote di emissioni soggetti all'obbligo di comunicare informazioni privilegiate.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
17(4,5) [17(3)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Individuazione dell'autorità competente per le notifiche dei ritardi.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
[17(10)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Strumenti tecnici per l'adeguata comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e per ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 della Commissione del 29 giugno 2016.
18 [18(9)]	Insider List <i>Il formato degli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e il relativo aggiornamento.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/347 della Commissione del 10 marzo 2016.
19(1,6) [19(15)]	Operazioni dei Manager <i>Formato e modello per la notifica all'autorità competente e per la comunicazione al pubblico delle operazioni effettuate.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2016/523 della Commissione del 10 marzo 2016.
19(1,7) [19(14)]	Operazioni dei Manager <i>Tipi di operazioni da pubblicare.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
19(12) [19(13)]	Operazioni dei Manager <i>Il permesso concesso dall'emittente al Manager di negoziare durante closing period antecedenti la diffusione di rapporti finanziari di periodo.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015.
20(1) [20(3)]	Raccomandazioni di investimento <i>Corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione di interessi particolari o segnalazione di conflitti di interesse.</i>	Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016. Rettifica del Regolamento delegato (UE) 2016/958 (27 aprile 2017).

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
32 [32(5)]	Segnalazione di violazioni (<i>whistleblowing</i>) <i>Procedure per la segnalazione di violazioni, compresi i dispositivi di segnalazione, le modalità con cui viene dato seguito alle segnalazioni, le misure per la tutela delle persone che esercitano un'attività lavorativa in base a un contratto di lavoro e le misure per la tutela dei dati personali.</i>	Direttiva di esecuzione (UE) 2015/2392 della Commissione del 17 dicembre 2015.
33 [33(5)]	<i>Procedure e formulari per la trasmissione da parte delle autorità nazionali competenti all'ESMA delle sanzioni e misure amministrative e penali comminate nello Stato membro.</i>	Regolamento di esecuzione (UE) 2017/1158 della Commissione del 29 giugno 2017

Tabella di riepilogo delle misure di Livello 3

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 3
7(1)b) [7(5)]	Informazione privilegiata: strumenti derivati su merci <i>Elenco indicativo non esaustivo delle informazioni che si può ragionevolmente prevedere siano pubblicate o che devono essere obbligatoriamente pubblicate.</i>	<p>“Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) - Informazioni relative ai mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti finalizzate alla definizione di informazioni privilegiate sui derivati su merci” del 17 gennaio 2017 (ESMA/2016/1480) e relativa Comunicazione Consob 16 marzo 2017, n. 0033790:</p> <p>“Comunicazione in merito al recepimento degli Orientamenti ESMA in tema di informazioni relative ai mercati degli strumenti derivati su merci o ai mercati a pronti su merci, ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato”.</p>

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 3
11 [11(11)]	Sondaggi di mercato <i>Persone che ricevono sondaggi di mercato.</i>	<i>“Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) - Persone che ricevono sondaggi di mercato” del 10 novembre 2016 (ESMA/2016/1477) e relativa Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110351: “Comunicazione in merito al recepimento degli Orientamenti ESMA concernenti persone che ricevono sondaggi di mercato, ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato”.</i>
17(4) [17(11)]	Obblighi di pubblicazione di informazioni privilegiate <i>Elenco indicativo dei legittimi interessi degli emittenti e delle situazioni in cui il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può indurre in errore il pubblico.</i>	Livello 3 <i>“Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) – Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate” del 20 ottobre 2016 (ESMA/2016/1478) e relativa Comunicazione Consob 14 dicembre 2016, n. 0110353: “Comunicazione in merito al recepimento degli Orientamenti ESMA concernenti il ritardo nella pubblicazione al pubblico di informazioni privilegiate, ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato”.</i>

	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---	--------------------------

8.3 Q&A ESMA

8.3.1 Le Q&A prodotte dall'ESMA sono raccolte in un documento che viene aggiornato in occasione di ogni nuova Q&A.

Questions and Answers on the Market Abuse Regulation	ESMA 70-145-111 (Versione 8) Aggiornamento del 29 settembre 2017
---	--

APPENDICE

ANALISI DI UN CASO: LA REVISIONE ANNUALE DEL BILANCIO DI ESERCIZIO

Applicazione della Sezione 3

In via meramente esemplificativa, la Matrice A consente di rappresentare la mappatura in una società non finanziaria che adotta un sistema tradizionale di *governance*, con un Amministratore Delegato, un Direttore Generale, varie Divisioni, alcuni soggetti apicali, tra cui il CFO (Dirigente Preposto), al quale fanno capo l'Ufficio Amministrazione e Finanza e l'Ufficio Contabilità Generale.

Un esempio più concreto potrebbe includere le singole unità organizzative presenti all'interno delle Divisioni, l'enucleazione dei dirigenti che gestiscono Divisioni e Uffici, l'intervento di Comitati e di consulenti esterni.

Matrice A - Mappatura Informazioni Rilevanti / Funzioni Organizzative Competenti (FOCIP)

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

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Con riguardo ai tipi di informazioni rilevanti concernenti l'esito dell'attività di revisione, assume tipica importanza quella attinente alla revisione annuale del bilancio di esercizio (che, quindi, la Procedura riconosce come specifica informazione rilevante).

Le Matrici RACI consentono, ad esempio, di rappresentare la dinamica delle fasi della Procedura per ciascun tipo di informazione rilevante, precisando con il progredire del tempo il grado di interessamento delle funzioni organizzative coinvolte, se come responsabile operativa (Responsible), come responsabile finale (Accountable), come consulente (Consultant) o se per opportuna informazione (Informed) (cfr. oltre Matrice B).

La dinamica delle attività può essere sintetizzata in nove Fasi, quattro collegate ai momenti salienti della tipica attività di revisione (Pianificazione, Esecuzione delle procedure di revisione, Valutazione dei risultati del lavoro svolto, Emissione delle relazioni finali), quattro relative alla gestione del Processo (valutazioni sulla natura privilegiata delle informazioni ed eventuale monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione) e una, tecnica, relativa alla pubblicazione dell'informazione rilevante o privilegiata.

FASE 1 Pianificazione del lavoro di Audit (“Fase di Pianificazione”) - Il Revisore consulta la direzione al fine di acquisire una comprensione della società e del contesto in cui opera, nonché dell'evoluzione rispetto all'esercizio precedente. Il CFO è Responsible e Accountable delle attività per l'emittente. La FGIP è informata delle attività in corso.

FASE 2 “Esecuzione delle procedure di revisione” - Il CFO rimane Responsible e Accountable. In tale fase è previsto che il Revisore ottenga informazioni dalle strutture della società sottoposta a revisione, quali, ad esempio, l'Amministratore Delegato, il Collegio Sindacale, l'Ufficio Amministrazione e Finanza, l'Ufficio Contabilità Generale, il Controllo di Gestione, la Consulenza Legale e l'Internal Audit. La Direzione Generale e la FGIP sono informate delle attività in corso. In tale ambito il Revisore può anche scambiare informazioni con dette strutture della società su eventuali aspetti critici emersi nel corso delle verifiche.

Durante tale fase il Consiglio di Amministrazione approva il Progetto di bilancio d'esercizio, che viene reso pubblico.

FASE 3 “Valutazione dei risultati del lavoro svolto” - Alla conclusione delle attività, il Revisore effettua le valutazioni finali e presenta in un incontro con la Direzione i risultati dell'attività di Audit, fornendo eventuale documentazione (spesso attraverso l'uso di *slide*).

Durante l'incontro il Revisore espone le criticità riscontrate, gli eventuali errori e carenze di controllo interno, nonché le eventuali procedure di revisione ancora da espletare quali, ad esempio, il controllo di qualità finale e l'ottenimento della lettera di attestazione, ma non rende noto il testo della Relazione di revisione né il giudizio finale (cfr. FASE 6).

All'incontro partecipano, normalmente, l'Amministratore Delegato, il CFO e il Collegio Sindacale. La Direzione Generale e la FGIP vengono subito informate degli esiti.

FASE 4 Valutazioni sulla natura privilegiata dell'informativa fornita dal Revisore – Al più tardi a seguito di tale incontro con il Revisore, l'emittente (in particolare, la FGIP, avvelandosi della Info-Room, cui partecipano il CFO, l'Amministratore Delegato e l'Investor Relator) valuta se quanto rappresentato dal Revisore nell'incontro costituisca o meno un'informazione privilegiata (cfr. Sezione 4 riguardo agli elementi da considerare in tale valutazione).

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Gestione delle informazioni privilegiate</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	---	--------------------------

Qualora l’informativa fornita dal Revisore non sia ritenuta un’informazione privilegiata, l’emittente non è soggetto ai sensi di MAR all’obbligo di pubblicare l’informativa e, quindi, può attendere di ricevere la Relazione di revisione (cfr. FASE 6).

Qualora l’informativa fornita dal Revisore sia ritenuta un’informazione privilegiata, l’emittente valuta, altresì, se pubblicarla o, in alternativa, qualora ne sussistano le condizioni, se ritardarne la pubblicazione (cfr. Sezione 6 riguardo agli elementi da considerare in tale valutazione).

Decisione di ritardare la pubblicazione dell’informazione. Qualora l’informativa fornita dal Revisore sia ritenuta dall’emittente un’informazione privilegiata e vi siano possibilità di superare le criticità evidenziate dal Revisore (ad esempio, fornendo al Revisore ulteriore documentazione di supporto), considerato che l’informativa fornita dal Revisore è suscettibile di essere dallo stesso modificata, di massima, sussiste un interesse legittimo dell’emittente a non pubblicare l’informazione privilegiata fino al momento in cui riceverà effettivamente la Relazione di revisione, che, in aggiunta, includerà il giudizio finale (cfr. FASE 6).

FASE 5 Eventuale monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione. Se, dunque, l’emittente decide, sotto la propria responsabilità, di ritardare la pubblicazione dell’informazione privilegiata, l’emittente (la FGIP, avvalendosi delle altre FOCIP che hanno partecipato alla valutazione del caso) provvede a monitorare la sussistenza nel continuo delle condizioni che consentono di ritardarne la pubblicazione (cfr. Sezione 6).

FASE 6 Emissione della Relazione di revisione e della Relazione aggiuntiva – Il Revisore trasmette all’emittente la Relazione di revisione prevista dall’articolo 10 del Regolamento (UE) n. 537/2014, che include il giudizio finale. La Relazione viene immediatamente trasmessa al Consiglio di Amministrazione, al Collegio Sindacale, al CFO, al Direttore Generale, alla FGIP e all’Investor Relator. Parallelamente, il Collegio Sindacale riceve dal Revisore la Relazione aggiuntiva prevista dall’articolo 11 del Regolamento (UE) n. 537/2014.

FASE 7 Valutazione sulla natura privilegiata della Relazione di revisione - L’emittente (in particolare, la FGIP, avvalendosi della Info-Room, cui partecipano il CFO, l’Amministratore Delegato e l’Investor Relator) valuta (eventualmente in continuità con il monitoraggio avviato nella FASE 5) se la Relazione di revisione costituisca o meno un’informazione privilegiata (cfr. Sezione 4 riguardo agli elementi da considerare in tale valutazione).

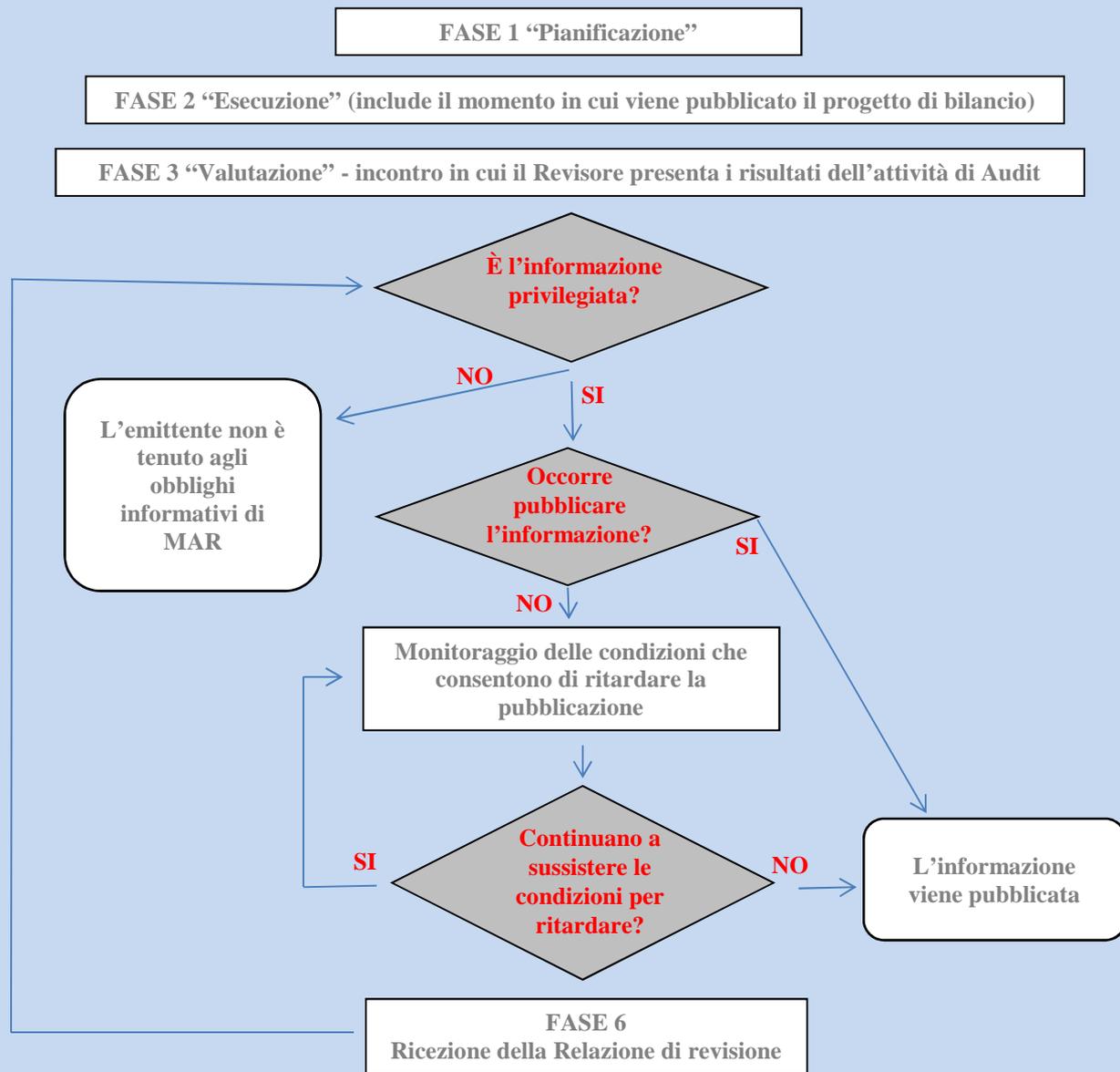
Qualora la Relazione di revisione non sia ritenuta un’informazione privilegiata, l’emittente non è soggetto ai sensi di MAR all’obbligo di pubblicare la stessa e, quindi, potrà pubblicarla secondo le modalità e la tempistica previste dalla disciplina generale in tema di revisione (cfr. articolo 154-ter, comma 1, TUF e Comunicazione Consob n. DME/9081707 del 16 settembre 2009).

Qualora la Relazione di revisione sia ritenuta un’informazione privilegiata, l’emittente è tenuto alla pubblicazione ai sensi di MAR.

Decisione di ritardare la pubblicazione dell’informazione. Considerato quanto previsto dalla disciplina generale in tema di revisione, appare difficile che l’emittente possa decidere, sotto la propria responsabilità, di ritardare la pubblicazione della Relazione di revisione.

FASE 8 Eventuale monitoraggio delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione. Qualora, date le circostanze del caso, l’emittente decida comunque, sotto la propria responsabilità, di ritardare la pubblicazione dell’informazione privilegiata, l’emittente (la FGIP, avvalendosi delle altre FOCIP che hanno partecipato alla valutazione del caso) provvede a monitorare la sussistenza nel continuo delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione (cfr. Sezione 6).

FASE 9 Pubblicazione dell'informazione privilegiata - Ad esito della FASE 4 o delle eventuali FASI 5, 7 e 8, l'emittente provvede alla pubblicazione dell'informazione privilegiata. Nella FASE 9 la gestione operativa del Processo è curata dall'Investor Relator, sempre sotto la responsabilità finale dell'Amministratore Delegato, mentre la FGIP rimane informata.



La Matrice B indica in modo semplificato la gestione del tipo di informazione rilevante da parte dell'emittente nelle varie fasi di svolgimento dell'attività di revisione fino al momento in cui il giudizio espresso nella Relazione di revisione è reso pubblico.

Un esempio più concreto potrebbe includere le singole unità organizzative presenti all'interno delle Divisioni, l'enucleazione dei dirigenti che gestiscono Divisioni e Uffici, l'intervento di Comitati e di consulenti esterni.

Matrice B - Informazioni rilevanti su "attività di revisione sul bilancio di esercizio"

Fasi dell'attività di revisione sul bilancio di esercizio	Amministratori Deleganti	Amministratore Delegato	Collegio Sindacale	Direzione Generale	Divisione Vendite	Divisione Acquisti	Produzione	Ricerca e Sviluppo	Dirigente Preposto (CFO)	- Amministrazione e Finanza	- Contabilità Generale	Controllo di Gestione	Consulenza Legale	Internal Audit	Investor Relator	Revisore	FGIP
FASE 1 Pianificazione		C	C	C	C				R A	C	C	C	C	C		I	I
FASE 2 Esecuzione delle procedure di revisione		C	C	I					R A	C	C	C	C	C		I	I
FASE 3 Valutazione dei risultati		C	C	I					R A							I	I
FASE 4 Valutazioni		A							C						C		R
FASE 5 Eventuale monitoraggio		A							C						C		R
FASE 6 Ricezione delle Relazioni finali	I	I	I	I					R A						I	I	I
FASE 7 Valutazioni		A							C						C		R
FASE 8 Eventuale monitoraggio		A							C						C		R
FASE 9 Pubblicazione		A													R		I

La revisione del bilancio d'esercizio costituisce solitamente una specifica informazione rilevante. Essa si sviluppa in larga parte all'interno della società emittente ma è soggetta ad una valutazione da parte di un soggetto esterno all'emittente (il Revisore). Si tratta, quindi, di una situazione ibrida.

L'emittente sulla base della mappatura delineata nella Procedura iscrive in una sezione della RIL, sin dalla FASE 1 (Pianificazione):

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

- l'Amministratore Delegato e la relativa segreteria
- il Collegio Sindacale e la relativa segreteria
- il Direttore Generale e la relativa segreteria
- Il Responsabile della Divisione Vendite e la relativa segreteria
- il Dirigente Preposto (CFO) e la relativa segreteria
- il Responsabile dell'Ufficio Amministrazione e Finanza e gli addetti dello stesso Ufficio
- il Responsabile dell'Ufficio Contabilità Generale e gli addetti dello stesso Ufficio
- Il Responsabile del Controllo di Gestione e gli addetti dello stesso
- Il Responsabile della Consulenza Legale e la relativa segreteria
- Il Responsabile dell'Internal Audit e la relativa segreteria
- Il Responsabile dell'Investor Relator e la relativa segreteria
- Il Revisore e i componenti del Team di revisione
- i componenti della FGIP e la relativa segreteria.

Quando inizia la FASE 2 (Esecuzione), l'emittente esclude dalla RIL il Responsabile della Divisione Vendite e la relativa segreteria.

In occasione della presentazione da parte del Revisore dei risultati emersi (FASE 3), vengono cancellati dalla RIL: il Responsabile dell'Ufficio Contabilità Generale e gli addetti dello stesso Ufficio, il Responsabile del Controllo di Gestione e gli addetti dello stesso, il Responsabile della Consulenza Legale e la relativa segreteria, il Responsabile dell'Internal Audit e la relativa segreteria, il Responsabile dell'Investor Relator e la relativa segreteria.

Tali esclusioni avvengono di *default* sulla base della Procedura. Se, tuttavia, un soggetto, ad es. il Responsabile della Consulenza Legale, diversamente da quanto previsto dalla Procedura, dovesse partecipare alla FASE 3, lo stesso e la relativa segreteria verrebbero mantenuti nella RIL. A tal fine la segreteria della Consulenza Legale (o altra FOCIP) segnala la circostanza alla FGIP.

Mentre è in corso la FASE 4 rimangono indicati nella RIL i soggetti presenti nella FASE 3. Se, ad esito della FASE 4, l'informazione non viene ritenuta privilegiata, l'informazione continua ad essere trattata come informazione rilevante fino alla FASE 6, quando il Revisore consegna la Relazione di revisione. In tale occasione vengono aggiunti nella RIL il Consiglio di Amministrazione, l'Investor Relator e le relative segreterie.

Parimenti, mentre è in corso la FASE 7 rimangono indicati nella RIL i soggetti presenti nella FASE 6. Se, ad esito della FASE 7, l'informazione non viene ritenuta privilegiata, l'informazione continua ad essere trattata come informazione rilevante per essere, di conseguenza, pubblicata secondo la disciplina generale in tema di revisione (FASE 9).

Se, invece, ad esito della FASE 4 o della FASE 7 l'informazione viene ritenuta privilegiata, la RIL può essere chiusa e si rinvia all'applicazione della Sezione 5 per la gestione dell'Insider List.

Applicazione della Sezione 4

Al termine dell'incontro in cui il Revisore espone i risultati dell'attività di revisione (FASE 3), l'emittente valuta e decide (FASE 4) in merito alla natura privilegiata dell'informativa che ha ricevuto e, in caso positivo, in merito alla tempistica di pubblicazione, in particolare in merito alla possibilità di ritardare l'informazione privilegiata se ne ricorrono le condizioni (cfr. Sezione 6).

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Nella valutazione sulla natura privilegiata dell'informativa ricevuta, l'emittente tiene conto delle condizioni e dei criteri indicati nella Sezione 4 e degli altri che ha elaborato con riferimento a tale tipo di informazione rilevante.

Come sopra illustrato, le informative ricevute dal Revisore sono valutate, tra l'altro, nel contesto informativo pubblico in cui si trova l'emittente.

Ad esempio, in situazioni ordinarie, potrebbe costituire un'informazione privilegiata il fatto che il Revisore abbia rilevato errori significativi, limitazioni significative allo svolgimento delle procedure di revisione, incertezze significative che, secondo l'emittente, potrebbero portare il Revisore stesso a fornire una *opinion* negativa nella Relazione di revisione. Diversamente, in situazioni di crisi societaria che si protrae da anni, la eventuale dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio o il giudizio negativo potrebbero non costituire un'informazione privilegiata.

In tale valutazione l'emittente tiene presente, tra l'altro, se il Progetto di bilancio approvato dal Consiglio di Amministrazione, e già reso pubblico, esprima o meno quanto rappresentato dal Revisore nell'incontro. Se lo esprime, è molto meno probabile che l'informativa fornita dal Revisore nell'incontro costituisca un'informazione privilegiata.

Nella FASE 7 l'emittente valuta in modo analogo e più completo se la Relazione di revisione costituisca o meno un'informazione privilegiata. In caso positivo, l'emittente provvede alla pubblicazione, salva la possibilità (teorica) di decidere, sotto la propria responsabilità, di ritardarla (cfr. Sezione 6).

Occorre puntualizzare che nell'eventualità in cui il Revisore anticipi al *management*, ad esempio al CFO, le criticità emerse dall'attività di revisione nella FASE 2 (prima ancora della presentazione prevista nella FASE 3), il CFO si dovrebbe attivare prontamente per segnalare il fatto alla FGIP, che, quindi, dovrà anticipare la FASE 4.

Applicazione della Sezione 5

Se, ad esito della valutazione in merito alla natura privilegiata dell'informazione (FASE 4), l'emittente concluda in senso positivo, l'emittente provvede a segregare l'informazione e ad attivare l'Insider List.

Pertanto, l'emittente inserisce nell'Insider List i soggetti che hanno partecipato nella FASE 4 alla valutazione dell'informazione:

- l'Amministratore Delegato e la relativa segreteria
- il Dirigente Preposto e la relativa segreteria
- l'Investor Relator e la relativa segreteria
- i componenti della FGIP e la relativa segreteria.

Inoltre, l'emittente considera se tra le persone già presenti nella RIL (che quindi viene chiusa) ve ne siano alcune che, in base alla Procedura e alle circostanze del caso, debbano essere aggiunte nell'Insider List. Nell'esempio in esame, l'emittente aggiungerà, verosimilmente, il Collegio Sindacale, il Direttore Generale e le relative segreterie nonché il Revisore e i componenti del relativo Team di cui l'emittente è a conoscenza della circostanza che hanno accesso all'informazione privilegiata (gli eventuali altri componenti del Team di cui l'emittente non è a conoscenza della circostanza che hanno accesso all'informazione privilegiata sono inseriti soltanto nell'Insider List del Revisore).

	Linee Guida	Gestione delle informazioni privilegiate	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

Quando poi l'emittente riceve la Relazione di revisione (FASE 6), aggiunge nell'Insider List gli altri membri del Consiglio di Amministrazione (cfr. sopra Matrice B).

Nell'eventualità in cui l'informazione dovesse assumere natura privilegiata già nella FASE 2, l'Insider List includerà i soggetti che in tale fase erano già nella RIL, essendo pienamente coinvolti nelle attività in corso.

Applicazione della Sezione 6

Se l'informativa fornita dal Revisore in occasione della FASE 3 è valutata come informazione privilegiata, l'emittente può decidere se avvalersi della possibilità di ritardare la pubblicazione.

Poniamo che: i) nella FASE 3 il Revisore abbia comunicato all'emittente di aver riscontrato alcune criticità che, molto probabilmente, secondo l'emittente, porteranno ad un giudizio con modifica nella Relazione di revisione, ii) ad esito della FASE 4, l'emittente abbia qualificato tale fatto come un'informazione privilegiata e, altresì, abbia ritenuto che sussistessero le condizioni per ritardare la pubblicazione dell'informazione, stante, tra l'altro, la possibilità che il Revisore, a seguito degli ulteriori elementi messi a disposizione dal *management*, corregga i risultati della propria attività. Pertanto, l'emittente, a seguito delle analisi svolte in sede di Info-Room, rilevando la sussistenza di un interesse legittimo a ritardare la pubblicazione dell'informazione, la disponibilità di misure organizzative interne volte a garantire la riservatezza e, infine, l'assenza di effetti fuorvianti per il mercato, decide di ritardare la pubblicazione dell'informazione.

In tale situazione, nella FASE 5 l'emittente monitorerà la continua sussistenza delle condizioni che consentono di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata.

Se, pertanto, in tale periodo antecedente al ricevimento della Relazione di revisione la stampa dovesse riportare *rumour* in merito alle criticità rilevate dal Revisore, l'emittente dovrà tempestivamente valutare se sia ancora in grado di garantire la riservatezza dell'informazione privilegiata. In caso negativo o, comunque, nel caso previsto dall'articolo 17(7) MAR in cui i *rumour* sono sufficientemente accurati da indicare che la riservatezza dell'informazione non è più garantita, l'emittente provvederà a diffondere un comunicato al pubblico in cui precisa il fatto che, in attesa di ricevere la Relazione di revisione, il Revisore ha informato l'emittente di aver rilevato alcune criticità con riferimento a talune aree di attività dell'emittente.

Poiché l'informazione comunicata al pubblico ha tipicamente carattere probabilistico e sintetico ed è suscettibile di essere aggiornata, nell'arco di breve tempo, a seconda di eventuali nuove o conclusive determinazioni del Revisore, l'emittente continua a ritenere le informazioni relative all'attività di revisione come informazione privilegiata e a monitorarne la circolazione interna, anche avvalendosi dell'Insider List.

In altro scenario, in cui l'informativa fornita dal Revisore in occasione della FASE 3 non era stata valutata come informazione privilegiata mentre la Relazione di revisione ricevuta nella FASE 6 viene valutata nella FASE 7 come privilegiata, l'emittente è tenuto alla pubblicazione della stessa, eventualmente anche sulla base della disciplina generale in tema di revisione (FASE 9). Come indicato nella Sezione 3, appare meramente teorica la possibilità che l'emittente possa ritardare, sia pure sotto la propria responsabilità, la pubblicazione di una Relazione di revisione che sia ritenuta dall'emittente stesso un'informazione privilegiata. Se dovessero, comunque, sussistere, secondo l'emittente, le condizioni per ritardare la pubblicazione, l'emittente dovrà eventualmente attenersi all'obbligo di monitoraggio della sussistenza di tali condizioni. Rimane fermo quanto previsto dalla disciplina generale in tema di revisione.