



**REGOLAMENTO DI COMPLIANCE PER LA
PREVENZIONE DEI REATI E DEGLI ILLECITI
AMMINISTRATIVI DI ABUSO DI MERCATO PREVISTI
DAL TESTO UNICO DELLA FINANZA**

INDICE

1. DESTINATARI DEL REGOLAMENTO	pag. 3
2. SCOPO DEL REGOLAMENTO	pag. 4
3. OPERAZIONI SOSPETTE	pag. 5
3.1 Comportamenti sospetti- <i>Insider trading</i> o manipolazione del mercato	pag. 5
3.2 Comportamenti sospetti - <i>Insider trading</i>	pag. 6
3.3 Comportamenti sospetti – Manipolazione di mercato	pag. 6
4. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA	pag. 13
4.1 Esempi di informazioni privilegiate	pag. 18
4.2 <i>Case Study</i>	pag. 23

1 - DESTINATARI DEL REGOLAMENTO

Il presente Regolamento di *Compliance* (di seguito, il "Regolamento") si riferisce ai comportamenti posti in essere dagli Esponenti Aziendali e dai Collaboratori Esterni così come definiti nella Parte Generale del Modello (di seguito, i "Destinatari").

I termini definiti utilizzati nel presente Regolamento sono impiegati nel significato ad essi attribuito nel Modello, salvo sia diversamente indicato.

2 - SCOPO DEL REGOLAMENTO

Il Regolamento costituisce specificazione ed integrazione di quanto già illustrato, in termini di principi generali di comportamento e di attuazione, nella Parte Speciale "E" del Modello.

Esso si pone l'obiettivo di fornire ai Destinatari più esposti al rischio di commissione di un reato/illecito amministrativo di abuso di mercato (es. Comunicazione Esterna e Sostenibilità, Amministrazione Finanza e Controllo, Corporate Affairs, Strategia e Sviluppo, etc) un utile strumento operativo affinché ciascuno di essi possa valutare l'attitudine del proprio comportamento ad integrare le predette fattispecie, e, conseguentemente, prevenire condotte potenzialmente rilevanti sul piano della responsabilità amministrativa del Gruppo.

In primo luogo, verrà fornito un'esemplificazione, non esaustiva, di condotte e/o operazioni, astrattamente ipotizzabili all'interno del Gruppo, da considerarsi come **comportamenti sospetti**, in quanto idonei ad integrare gli elementi costitutivi tanto dei reati quanto degli illeciti in questione.

In secondo luogo, in considerazione della rilevanza che all'interno della Capogruppo e delle altre Società del Gruppo assume la gestione dell'informativa pubblica e delle informazioni privilegiate, verranno indicati i tratti essenziali che qualificano un'informazione come "Informazione Privilegiata" (di seguito, al plurale, le "Informazioni Privilegiate").

Attraverso l'analisi di tali requisiti, seguita da un elenco schematico del possibile oggetto dell'informazione, verranno pertanto forniti ai Destinatari dei criteri valutativi in base ai quali orientare la propria condotta.

A conferma del taglio "pratico" del Regolamento, tale breve disamina sarà accompagnata da più *case study* che consentiranno ai Destinatari di applicare i criteri interpretativi anzidetti nella risoluzione di alcune semplici ipotesi di utilizzo di Informazioni Privilegiate.

3 - OPERAZIONI SOSPETTE

L'esemplificazione di seguito proposta si basa principalmente sul Reg. delegato UE 2016/522.

Si precisa che le differenze tra reati ed illeciti amministrativi di abuso di mercato, infatti, secondo quanto già evidenziato nel Modello, non incidono sugli elementi strutturali delle condotte sospette.

Tra i comportamenti elencati nei paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3, alcuni di essi non rientrano propriamente nelle aree di attività del Gruppo ovvero, pur rientrando nelle aree di attività del Gruppo, non fanno parte delle Aree a Rischio. Tuttavia, detti comportamenti sono di seguito elencati per ragioni di completezza.

Sono invece state escluse da tale elenco quelle strategie manipolative riconducibili a categorie di soggetti differenti dai Destinatari, per funzioni ed attività svolte, e riconducibili, ad esempio, a dipendenti di società di gestione del risparmio o intermediari finanziari.

3.1- Comportamenti sospetti - *Insider trading* o manipolazione del mercato

Qui di seguito vengono indicati alcuni esempi di comportamenti che costituiscono possibili segnali di *insider trading* e di manipolazione del mercato:

- 1) partecipazione a gruppi di discussione o *chatroom* su Internet aventi ad oggetto strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, quotati o non quotati (e nei quali vi sia uno scambio di informazioni concernenti il Gruppo, le sue società, società concorrenti o società quotate in genere o strumenti finanziari emessi da tali soggetti). Lo scambio di informazioni ottenuto nell'ambito di queste iniziative potrebbe essere suscettibile di determinare una ipotesi di abuso di mercato. Di conseguenza le iniziative in questione possono essere espletate solo se si tratti di incontri istituzionali per i quali è già stata compiuta una verifica di legittimità da parte delle funzioni competenti o vi sia scambio di informazioni il cui carattere non privilegiato sia evidente;

2) un'inusuale concentrazione di operazioni su un particolare strumento finanziario (per esempio, tra uno o più investitori istituzionali che sono notoriamente collegati alla Società o a soggetti che hanno degli interessi su di essa, quali i soggetti che intendono o potrebbero lanciare un'offerta pubblica di acquisto).

3.2 - Comportamenti sospetti - *Insider trading*

Qui di seguito vengono indicati alcuni esempi di comportamenti che costituiscono possibili segnali di *insider trading*:

1) un'operatività significativa tra azionisti rilevanti o manager della Società prima dell'annuncio di un importante evento societario;

2) un'inusuale operatività sulle azioni della Società prima dell'annuncio di informazioni *price sensitive* relative alla stessa. Operazioni che finiscono per determinare improvvise ed inusuali variazioni del controvalore degli ordini e nei prezzi delle azioni prima dell'annuncio al pubblico di informazioni relative a tali azioni.

3.3 - Comportamenti sospetti - Manipolazione di mercato

Qui di seguito vengono indicati alcuni esempi di comportamenti che costituiscono possibili segnali di manipolazione del mercato:

1) acquisto, anche da parte di soggetti collusi tra loro, di posizioni di uno strumento finanziario sul mercato secondario dopo la collocazione sul mercato primario, per fissare il prezzo a un livello artificiale e generare interesse tra gli investitori — prassi generalmente nota, ad esempio nel contesto azionario, come «collusione nel dopo borsa di un'offerta pubblica iniziale (OPI) in cui sono coinvolti soggetti collusi» («colluding in the after-market of an Initial Public Offer where colluding parties are involved»). Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato:

- i)* insolita concentrazione di operazioni e/o ordini di compravendita, in termini generali o da parte di una sola persona che utilizza uno o più conti o da parte di un numero limitato di persone;
 - ii)* operazioni o ordini di compravendita senza altra giustificazione apparente se non quella di aumentare il prezzo o il volume delle negoziazioni, in particolare in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione, ad esempio in apertura o verso la chiusura;
- 2) effettuare operazioni o ordini di compravendita in modo tale da impedire che i prezzi dello strumento finanziario scendano al di sotto di un determinato livello o lo superino, principalmente per evitare conseguenze negative derivanti da variazioni del prezzo dello strumento finanziario — prassi generalmente nota come «creazione di un valore minimo o un valore massimo nell'andamento del prezzo» («creation of a floor, or a ceiling in the price pattern»). Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato:
 - i)* operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di aumentare o diminuire il prezzo medio ponderato del giorno o di un periodo nel corso della sessione di negoziazione;
 - ii)* operazioni che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di modificare il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario qualora tale prezzo sia utilizzato come riferimento o sia determinante in particolare per il calcolo dei requisiti in materia di margini;
- 3) trarre vantaggio dall'influenza significativa di una posizione dominante sull'offerta o la domanda di meccanismi di consegna di uno strumento finanziario per creare o rendere probabile una distorsione sostanziale dei prezzi ai quali altri soggetti devono consegnare, prendere in consegna o rinviare la consegna al fine di adempiere i propri obblighi — prassi generalmente nota come «abusive squeeze»;
- 4) effettuare negoziazioni o inserire ordini di compravendita in una sede di negoziazione o al di fuori di una sede di

negoziazione (compreso l'inserimento di manifestazioni di interesse) allo scopo di influenzare scorrettamente il prezzo dello stesso strumento finanziario in un'altra sede di negoziazione o al di fuori di una sede di negoziazione — prassi generalmente nota come «manipolazione tra sedi di negoziazione diverse» («inter-trading venues manipulation»). Questa prassi può essere illustrata anche dal seguente indicatore aggiuntivo di manipolazione del mercato: effettuare un'operazione, modificando i prezzi di acquisto e i prezzi di vendita, quando il differenziale tra questi due prezzi è un fattore di calcolo del prezzo di una qualsiasi altra operazione, sia essa effettuata nella stessa sede di negoziazione o in altre sedi;

- 5) aderire ad accordi per la vendita o l'acquisto di uno strumento finanziario senza variazioni degli interessi beneficiari o del rischio di mercato o con il trasferimento dell'interesse beneficiario o del rischio di mercato tra soggetti che agiscono di concerto o in collusione tra loro — prassi generalmente nota come «wash trades». Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato:
 - i) ripetizione insolita di un'operazione tra un numero limitato di soggetti durante un determinato periodo di tempo;
 - ii) operazioni o ordini di compravendita che modificano o è probabile che modifichino la valutazione di una posizione senza diminuirne/aumentarne le dimensioni;
- 6) aderire a ordini di compravendita o partecipare a un'operazione o una serie di operazioni riportate su dispositivi di visualizzazione pubblica al fine di creare, su un determinato strumento finanziario, l'apparenza di attività o di movimento del relativo prezzo — prassi generalmente nota come «painting the tape»;
- 7) effettuare operazioni a seguito dell'inserimento di ordini di acquistare e vendere che sono negoziati contemporaneamente o quasi contemporaneamente in quantità simili e a un prezzo simile da uno stesso soggetto o da soggetti diversi ma in collusione tra loro — prassi generalmente nota come «improper matched orders». Questa prassi può essere illustrata anche dal

seguente indicatore aggiuntivo di manipolazione del mercato: operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di fissare un prezzo di mercato quando la liquidità o lo spessore del book di negoziazione (order book) non è sufficiente per fissare un prezzo durante la sessione;

- 8) un'operazione o una serie di operazioni progettate per celare la proprietà di uno strumento finanziario violando gli obblighi di comunicazione attraverso il possesso dello strumento finanziario a nome di uno o più soggetti in collusione tra loro. Le comunicazioni sono fuorvianti per quanto riguarda il reale possessore sottostante dello strumento finanziario — prassi generalmente nota come celare la proprietà («concealing ownership»);
- 9) assumere una posizione long (lunga) in uno strumento finanziario e poi effettuare ulteriori attività di acquisto e/o diffondere informazioni positive fuorvianti relative allo strumento finanziario allo scopo di aumentarne il prezzo attirando altri acquirenti. Quando il prezzo è a un livello artificialmente elevato, la posizione long detenuta è liquidata — prassi generalmente nota come «pump and dump»;
- 10) assumere una posizione short (corta) in uno strumento finanziario e poi effettuare ulteriori attività di vendita e/o diffondere informazioni negative fuorvianti relative allo strumento finanziario allo scopo di abbassarne il prezzo attirando altri venditori. Quando il prezzo è sceso, la posizione detenuta viene chiusa — prassi generalmente nota come «trash and cash»;
- 11) inserire quantitativi ingenti di ordini di compravendita e/o cancellazioni e/o aggiornamenti di tali ordini per creare incertezze tra gli altri partecipanti, rallentare il loro processo e/o mascherare la propria strategia — prassi generalmente nota come «quote stuffing»;
- 12) inserire ordini di compravendita o una serie di tali ordini o effettuare operazioni o serie di operazioni che sono probabilmente in grado di avviare o accentuare un trend e di incoraggiare altri partecipanti ad accelerare o ampliare tale trend per creare l'opportunità di chiudere o aprire una posizione a un prezzo favorevole — prassi generalmente nota come «momentum ignition». Questa prassi può essere illustrata anche dall'alto tasso di ordini

cancellati (ad esempio coefficiente ordini-negoziazioni), che può essere associato a un tasso relativo al volume (ad esempio numero di strumenti finanziari per ordine);

13) acquistare o vendere uno strumento finanziario deliberatamente nel momento di riferimento della sessione di contrattazione (ad esempio al momento dell'apertura, della chiusura, del regolamento) nell'intento di aumentare, diminuire o mantenere il prezzo di riferimento (ad esempio prezzo di apertura, prezzo di chiusura, prezzo di regolamento) a un determinato livello — prassi generalmente nota come «marking the close». Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato:

i) inserimento di ordini che rappresentano volumi significativi del book di negoziazione (order book) centrale del sistema di negoziazione pochi minuti prima della fase di determinazione del prezzo dell'asta e cancellazione di tali ordini pochi secondi prima che il book di negoziazione sia congelato per calcolare il prezzo d'asta, cosicché il prezzo teorico di apertura potrebbe sembrare più alto/basso di quanto sarebbe altrimenti;

ii) esecuzione di operazioni o presentazione di ordini di negoziazione in particolare in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione che, per le loro dimensioni rispetto al mercato, hanno chiaramente un impatto significativo sull'offerta o sulla domanda oppure sul prezzo o sul valore;

iii) operazioni o ordini di compravendita senza altra giustificazione apparente se non quella di aumentare/ diminuire il prezzo o di aumentare il volume delle negoziazioni, in particolare in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione, ad esempio in apertura o verso la chiusura;

14) inserire ordini che vengono rimossi prima dell'esecuzione in modo da creare o che sia probabile creare, in modo fuorviante, l'apparenza di domanda o offerta di uno strumento finanziario a quel prezzo — prassi generalmente nota come «inserire ordini senza avere

l'intenzione di eseguirli» («placing orders with no intention of executing them»). Questa prassi può essere illustrata anche dal seguente indicatore aggiuntivo di manipolazione del mercato: ordini di compravendita inseriti a un prezzo tale che aumentano la domanda o diminuiscono l'offerta e hanno o è probabile che abbiano l'effetto di aumentare o diminuire il prezzo di uno strumento finanziario collegato;

- 15) inserire ordini di compravendita che aumentano la domanda (o diminuiscono l'offerta) di uno strumento finanziario, al fine di aumentarne (o diminuirne) il prezzo — prassi generalmente nota come «advancing the bid»;
- 16) diffondere informazioni false o fuorvianti relative al mercato tramite i media, Internet incluso, o con qualsiasi altro mezzo, che provocano o è probabile che provochino variazioni del prezzo di uno strumento finanziario in senso favorevole alla posizione detenuta o a un'operazione programmata dalla persona o dalle persone coinvolte nella diffusione di tali informazioni;
- 17) aprire una posizione in uno strumento finanziario e chiuderla immediatamente dopo aver comunicato pubblicamente e con grande enfasi il lungo periodo di detenzione dell'investimento — prassi generalmente nota come aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo la sua comunicazione al pubblico («opening a position and closing it immediately after its public disclosure»).

Alla luce del suddetto elenco, i Destinatari, qualora individuino tali comportamenti od eventi connessi a strumenti finanziari emessi dalla Società o ad Informazioni Privilegiate concernenti direttamente o indirettamente la Società o strumenti finanziari emessi dalla stessa, sono tenuti a trasmettere all'OdV una segnalazione per ricevere indicazioni in merito. In ogni caso di operazioni sospette, queste potranno essere realizzate a condizione che si ravvisi per esse un giustificato motivo (tale da escludere l'ipotesi di abuso di mercato), che le operazioni stesse siano previamente autorizzate dal responsabile della funzione o dell'unità competente e, infine, che ne sia data comunque informativa all'OdV.

Sono ammesse, sotto la responsabilità di chi le attua e nei limiti consentiti dalla legge, eventuali deroghe a quanto sopra stabilito, nei soli casi di particolare urgenza nella formazione o nell'attuazione della decisione o in caso di impossibilità temporanea del rispetto delle procedure interne. In questi casi, è inviata immediata informazione all'OdV ed è sempre richiesta la successiva ratifica da parte del soggetto competente.

Le segnalazioni potranno essere anche indirizzate tramite e-mail all'indirizzo di posta elettronica [OdV Terna@terna.it](mailto:OdV_Terna@terna.it) oppure tramite posta all'indirizzo **Organismo di Vigilanza Modello 231 c/o TERNA S.p.A. viale Egidio Galbani, 70 00156 Roma.**

4. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

Il concetto di informazione privilegiata rappresenta il fulcro attorno al quale ruota l'intera disciplina sull'*insider trading* e quella concernente l'informazione societaria disciplinata nell'art. 7 del Regolamento UE n. 596/2014 ("**MAR**").

Secondo quanto previsto dalla MAR e recepito nelle procedure aziendali è opportuno individuare e fornire le seguenti definizioni connesse con il concetto di informazione privilegiata. Pertanto, si ritiene:

1. "Informazione Privilegiata": l'informazione definita come tale ai sensi della normativa vigente e, in particolare, l'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente – direttamente o indirettamente – TERNA ovvero o uno o più strumenti finanziari emessi da TERNA che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati. Ai fini di quanto precede, si considera in particolare che un'informazione ha un carattere preciso se essa: a) fa riferimento ad una serie di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui al punto a) sui prezzi degli strumenti finanziari, del relativo strumento finanziario derivato.

Nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura

circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso.

Una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un'Informazione Privilegiata se risponde ai criteri di cui sopra in merito alle Informazioni Privilegiate.

Per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati (informazione *price sensitive*), si intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.

In relazione alle Società Controllate rilevano tutte le informazioni che possano essere considerate di carattere privilegiato per TERNA alla luce della significatività delle attività delle predette Società Controllate.

2. "Tipi di Informazioni Rilevanti": i tipi di informazioni che TERNA ritiene generalmente rilevanti, in quanto relativi a dati, eventi progetti o circostanze che, in modo continuativo, ripetitivo, periodico, oppure saltuario, occasionale o imprevisto, riguardano direttamente TERNA medesima (o una Società Controllata nei limiti in

cui l'informazione rilevi direttamente anche per TERNA) e che, sulla base delle relative caratteristiche, dell'esperienza e di altre circostanze possono astrattamente assumere, in un successivo momento, natura potenzialmente privilegiata e/o privilegiata.

3. "Informazioni Potenzialmente Privilegiate" (o "Specifiche Informazioni Rilevanti" secondo la definizione delle Linee Guida Consob): specifiche informazioni, che di norma rientrano nei Tipi di Informazioni Rilevanti, che a giudizio di TERNA risultano effettivamente rilevanti in quanto presentano tutte le caratteristiche per poter ragionevolmente divenire, in un secondo, anche prossimo, momento, un'Informazione Privilegiata, ma che ancora mancano di uno o più dei requisiti richiesti per qualificare un'informazione come privilegiata ai sensi della normativa vigente.

Sulla base di tale definizione, pertanto, gli elementi costitutivi che qualificano come privilegiata un'informazione societaria sono i seguenti:

a) Il carattere preciso

L'informazione si ritiene di carattere preciso se è relativa a:

- un complesso di circostanze esistenti;
- un evento verificatosi;
- un complesso di circostanze o un evento che si possa prevedere si verificheranno.

A tal riguardo va precisato che è da ritenersi sufficientemente precisa l'informazione che permetta di trarre conclusioni sui possibili effetti che quel complesso di circostanze o quell'evento potrebbero avere sui prezzi degli strumenti finanziari.

Il riferimento a fenomeni obiettivamente accertabili, o comunque ragionevolmente prevedibili, esclude pertanto la rilevanza di tutte quelle notizie generiche e troppo vaghe, non suffragate da dati oggettivi e quindi non riscontrabili in modo accurato.

Per queste ragioni non appaiono rilevanti le cd. *soft information* e *forward looking information*, ossia l'insieme delle previsioni e stime generali di mere speculazioni e di generiche opinioni.

In base a quanto detto, appare chiaro come il requisito della precisione vale ad escludere dal novero delle Informazioni Privilegiate anche i cd. *rumors*, ossia le voci di mercato prive di riscontri oggettivi.

b) Il fatto di non essere stata ancora resa pubblica

Il requisito della pubblicità ai fini dell'individuazione della natura privilegiata o meno di un'informazione societaria può intendersi pienamente soddisfatto anche da una diffusione diversa rispetto a quella prescritta dall'art. 114 del TUF: è sufficiente infatti l'utilizzo di qualsiasi altro mezzo di diffusione, purchè non sia ristretto ad una cerchia limitata di operatori, come accade ad esempio in occasione della comunicazione di notizie durante gli incontri con agenzie di *rating*, intermediari ed investitori istituzionali, rispetto alla quale non può parlarsi di vera e propria pubblicità.

Sembra in ogni caso indispensabile una valutazione caso per caso, per tenere in considerazione le modalità concrete con cui le informazioni siano state fatte circolare.

c) Il riguardare, direttamente o indirettamente¹, uno o più strumenti finanziari, ovvero uno o più emittenti di tali strumenti finanziari

Le informazioni possono concernere eventi politici, ambientali, economici, sociali che possano influenzare l'attività o la struttura dell'emittente oppure il settore di mercato in cui esso opera.

¹ Solo ai fini dell'applicabilità degli artt. 184 e 187-*bis* del TUF.

In primo luogo, rientrano in questa nozione le cd. *corporate information*, cioè le notizie generate all'interno dell'emittente e attinenti alla sua organizzazione interna, situazione patrimoniale, reddituale, ed alle sue prospettive di sviluppo (es. importanti accordi con altre imprese, contratti o acquisizioni, cambiamento nelle prospettive reddituali).

In secondo luogo, vi rientrano le cd. *market information*, ovvero tutte quelle notizie che, pur non riguardando direttamente un organismo societario, bensì il mercato in cui lo stesso svolge la propria tipica attività, finiscono con il riflettersi ugualmente sull'organismo stesso o sugli strumenti finanziari che questo ha emesso.

d) L'attitudine, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari

Tale potenzialità alternativa rileva indifferentemente dal segno del risultato, positivo o negativo, cagionato ovvero cagionabile, trattandosi di un'idoneità che rileva anche se solo potenziale.

L'elemento essenziale, secondo il comma 4 dell'art. 181 TUF, è che si tratti di un'influenza sensibile, e quindi talmente significativa da indurre un "investitore ragionevole" ad utilizzare tale informazione come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

Per una sintetica analisi del possibile contenuto dell'informazione, in connessione con la sua attitudine ad influire sul prezzo di mercato degli strumenti finanziari dell'emittente, si rinvia alla tabella qui di seguito riportata.

4.1 Esempi di informazioni privilegiate²

CORPORATE INFORMATION

Informazioni relative a cambi di controllo e patti parasociali	- modifiche negli assetti di controllo in virtù della stipulazione di nuovi patti di sindacato, di voto, etc.
Informazioni relative al management ed agli organi sociali	- dimissioni o nomina di consiglieri di amministrazione o di sindaci; - cambiamenti nel personale strategico della società (es. Direttore Generale, CAO, etc.).
Informazioni sulla struttura societaria e finanziaria	- operazioni che coinvolgono il capitale (es. aumento attraverso la sottoscrizione di azioni di nuova emissione, riduzioni per perdite; emissione di strumenti di debito o di warrant per l'acquisto o sottoscrizione di azioni; - operazioni modificative della struttura societaria (es. fusioni/scissioni; <i>spin-off</i>); - operazioni sulle azioni proprie (es. programmi di riacquisto, programmi di <i>stock option</i>); - ristrutturazioni o riorganizzazioni aziendali che influiscano sulla posizione patrimoniale, economica o finanziaria dell'emittente; - transazioni su altri strumenti finanziari quotati; - acquisto o vendita di partecipazioni azionarie o di

² Fonti consultate: Regolamento Emittenti; Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006; linee guida del CESR 06-562b pubblicate nel luglio 2007 (“*Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*”).

	<p>altri <i>asset</i> significativi o rami di attività;</p> <ul style="list-style-type: none"> - conclusione, modifica o cessazione di contratti o accordi di valore significativo (es. contratti di appalto, contratti di fornitura, <i>joint venture</i>, etc.); - offerte di acquisto da parte di terzi.
Informazioni sui parametri di negoziazione	<ul style="list-style-type: none"> - modifiche nei diritti degli strumenti finanziari quotati; - inclusione/esclusione da indici di mercato; - informazioni sui dividendi (es. data del pagamento, data dello stacco, cambiamenti nella politica di pagamento); - possibile presentazione di domanda di ammissione alla negoziazione in un nuovo mercato.
Informazioni sulla continuità aziendale	<ul style="list-style-type: none"> - avvio di procedure concorsuali o emanazione di richieste di avvio di procedure concorsuali; - scioglimento o verificarsi di una causa di scioglimento; - revoca o cancellazione di linee di credito da parte di una o più banche.
Informazioni su controversie legali	<ul style="list-style-type: none"> - procedimenti penali ex D.Lgs. 231/01; - cause di lavoro significative (ad es. licenziamento collettivo); - responsabilità da prodotto o significativi casi di danno ambientale.
Informazioni di carattere economico-contabile	<ul style="list-style-type: none"> - ricezione di offerte di acquisto di importanti <i>asset</i>; - variazioni significative nella valutazione degli attivi di

	<p>bilancio;</p> <ul style="list-style-type: none"> - modifiche sugli utili o le perdite attese; - diminuzione del valore di brevetti o diritti o beni immateriali dovuti a innovazioni di mercato; - distruzione di merci non assicurate per un valore significativo; - approvazione di dati contabili di periodo e diffusione di dati contabili preconsuntivi; - diffusione di dati provvisionali o di obiettivi quantitativi; - rinuncia all'incarico da parte della società di revisione o altre circostanze significative attinenti al processo di revisione (es. giudizio con rilievi, giudizio negativo ovvero dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio); - insolvenza dei debitori rilevanti; - aumento o diminuzione nel valore degli strumenti finanziari in portafoglio; - operazioni con parti correlate di cui all'art. 71-bis del Regolamento Emittenti.
Informazioni su imminenti provvedimenti legislativi o amministrativi	<ul style="list-style-type: none"> - interventi normativi che riguardano alcuni aspetti dell'attività dell'emittente; - nuova regolamentazione che incida su una certa tipologia di strumenti finanziari.
Informazioni sullo sviluppo del business	<ul style="list-style-type: none"> - ingresso o ritiro da un settore di business; - variazioni significative nell'organizzazione del business; - modifiche significative nella politica di investimento

	dell'emittente; - <i>performance</i> operative di <i>business</i> ; - nuove licenze, brevetti, marchi registrati; - creazione di processi o prodotti innovativi.
--	---

MARKET INFORMATION

- Dati e statistiche pubblicate da istituzioni di statistica (es. dati sull'inflazione e altre statistiche);
- Pubblicazione di <i>report</i> di agenzie di <i>rating</i> ;
- Pubblicazione di ricerche, raccomandazioni o suggerimenti concernenti il valore di strumenti finanziari quotati;
- Decisioni della Banca Centrale relative ai tassi di interesse;
- Decisioni del Governo in materia di tassazione, politica industriale, gestione del debito, etc.;
- Decisioni relative a variazioni nelle regole di funzionamento degli indici di mercato, specialmente per quanto riguarda la loro composizione;
- Decisioni concernenti regole di <i>governance</i> dei mercati regolamentati e non;
- Decisioni delle autorità garanti della concorrenza e del mercato concernenti le società quotate e provvedimenti delle Autorità di settore (ad es. provvedimenti tariffari);
- Provvedimenti autoritativi rilevanti di organi di governo, regionali o locali o di altri organismi pubblici;
- Modifiche relative alle modalità di negoziazione (es. informazioni relative alla negoziazione di strumenti finanziari di una emittente in altro segmento di mercato; cambiamenti da vendite continue a vendite all'asta);
- Cambiamento degli operatori del mercato o delle condizioni di mercato.

In relazione agli esempi appena indicati, appare comunque chiaro che, al di là di ogni possibile inquadramento in categorie, l'apprezzamento in merito alla rilevanza di ogni singolo evento andrà effettuato **caso per caso**, avendo riguardo ad ogni possibile elemento che in combinazione con altri particolari possa condurre, attraverso un ragionamento logico-induttivo, a valutare la rilevanza di un'informazione societaria.

Così, ad esempio, in relazione alla notizia di dimissioni di un componente del consiglio di amministrazione, dovranno essere adeguatamente considerate, da un lato, le ragioni delle sue dimissioni, dall'altro, anche l'importanza del ruolo da lui ricoperto, ad esempio in ragione delle deleghe di cui è titolare e delle sue competenze specifiche.

Allo stesso modo, le operazioni di finanza straordinaria rileveranno a seconda delle maggiori o minori dimensioni quantitative delle stesse.

Alla luce di tale breve trattazione, al fine di agevolare i Destinatari nella valutazione delle circostanze idonee a rendere privilegiata un'informazione societaria e della loro possibile idoneità, in caso di divulgazione, a costituire presupposto oggettivo per il reato e l'illecito amministrativo di *insider trading* di cui agli artt. 184 e 187-*bis* del TUF, verranno indicate una serie di ipotesi, tutte risolvibili sulla base degli strumenti interpretativi forniti in tale Regolamento, ma che costituiscono dei meri esempi fermo restando che la valutazione andrà effettuata caso per caso secondo le vigenti procedure aziendali.

4.2 CASE STUDY

CASO N. 1

L'Amministratore Delegato della Società rivela in anteprima ad un amico che, in occasione della prossima riunione del Consiglio di Amministrazione, verranno discusse manovre certamente destinate ad incidere sensibilmente sul futuro della Società stessa, concernenti tra l'altro l'investimento nell'acquisto di nuovi rilevanti *asset*.

E' da ritenersi privilegiata tale tipo di informazione?

Risposta

Si: si tratta infatti di un'informazione non ancora resa pubblica, precisa, in quanto relativa ad un evento che si può ragionevolmente prevedere che si verificherà, e potenzialmente idonea ad incidere sul prezzo degli strumenti finanziari della Società.

CASO N. 2

Un revisore contabile della Società esprime ad un amico, in via confidenziale, alcune perplessità circa le modalità con cui è stato redatto il bilancio societario, lasciando intendere che la società di revisione addiverrà probabilmente alla redazione di un giudizio negativo sul bilancio stesso.

L'informazione rivelata all'amico è da intendersi privilegiata?

Risposta

Si, trattandosi di un'informazione dal carattere preciso (in virtù della provenienza della stessa da un soggetto direttamente coinvolto nell'attività di revisione del bilancio e del riferimento ad un evento ragionevolmente prevedibile), non ancora resa pubblica (trattandosi di un bilancio per il quale sono ancora in atto tutte le attività propedeutiche alla sua certificazione) ed in grado di incidere sul prezzo degli strumenti finanziari emessi dalla Società.

CASO N. 3

L'Amministratore Delegato della Società comunica ad un amico di aver accertato, a seguito di verifiche effettuate presso la Procura competente, di essere stato appena iscritto nel registro

degli indagati, insieme alla Società, per il reato di false comunicazioni sociali ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tale notizia può considerarsi privilegiata?

E se sì, qualora l'Amministratore Delegato la comunichi al proprio avvocato di fiducia, può configurarsi la fattispecie di *insider trading*?

Risposta

A meno che la notizia non sia stata immediatamente resa pubblica, essa potrebbe validamente rientrare nella nozione di cui all'art. 181 TUF, essendo pienamente circostanziata e capace di generare grosse incertezze sull'andamento del titolo nel mercato mobiliare.

Quanto alla sua comunicazione ad un avvocato, è chiaro che tale divulgazione risulta legittima ai sensi del comma 1 lett. b) dell'art. 184 TUF (e dell'art. 187-*bis* TUF con riguardo all'illecito amministrativo), in quanto rivelata ad un soggetto nell'ambito dell'esercizio della sua attività lavorativa.

CASO N. 4

Il responsabile dell'Area Risorse Umane e Organizzazione della Società confida ad un familiare che in occasione del prossimo Consiglio di Amministrazione verrà deliberata l'attribuzione in *outsourcing* dell'attività di *recruiting* dei nuovi dipendenti.

Tale informazione è privilegiata?

Risposta

No, poiché nonostante l'informazione rivesta il carattere della precisione, e nonostante si tratti di "informazione non ancora resa pubblica", non costituisce una notizia connotata dalla cd. *price sensitivity*.

CASO N. 5

Il responsabile *Audit* della Società, nell'ambito della propria attività lavorativa, viene informato dal responsabile dell'Area Finanza e Controllo di variazioni significative nella valutazione degli attivi di bilancio.

In occasione di un convegno sul miglioramento della rete e del servizio energetico, comunica tale notizia ad un' amica, collega dell'Area Operativa.

L'informazione da lui diffusa è da ritenersi privilegiata, e dunque la sua comunicazione vale ad integrare gli estremi del reato di *insider trading*?

Risposta

Si: oltre a trattarsi di un'informazione precisa e non ancora resa pubblica, anche in questo caso si tratta di un'informazione concretamente idonea ad incidere sul mercato. Quanto alla configurabilità della fattispecie di *insider trading*, a nulla vale il rilievo secondo cui la comunicazione è avvenuta tra colleghi. Ed infatti, trattandosi di una notizia relativa alle poste di bilancio comunicata ad un responsabile dell'Area Operativa, sarà facile affermare che la comunicazione è avvenuta al di fuori del normale esercizio della propria funzione, non potendo dunque rientrare nell'esenzione di cui al comma 1 lett. b) degli artt. 184 e 187- *bis* del TUF: tali disposizioni, infatti, escludono la configurabilità del reato/illecito amministrativo di *insider trading* quando la comunicazione sia avvenuta nel "*normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*"³

CASO N. 6

Il responsabile dell'Area *Investor Relations*, a conoscenza dell'assai probabile conclusione di una rilevante operazione di acquisizione da parte della Società, per l'identità della società target e per il valore complessivo dell'operazione, acquista un considerevole quantitativo di azioni della Società. Quando tutto ormai lasciava pensare ad un esito positivo della predetta operazione, la stessa invece non viene conclusa.

E' da ritenersi privilegiata l'informazione da lui utilizzata? E se sì, il suo comportamento potrebbe rilevare in tema di *insider trading*?

³ Con riguardo all'interpretazione di tale esenzione, appare opportuno richiamare il contenuto della sentenza della Corte di Giustizia del 22 novembre 2005, causa C- 384/02: pur affermando che l'individuazione dei casi che rientrano "nel normale ambito dell'esercizio di un lavoro, di una professione o di funzioni"- di cui all'art. 3 lett. a) della Direttiva n .89/592/CEE (interamente recepito dalla Direttiva 2003/6/CE attualmente in vigore)- dipende in larga misura dalle norme nazionali che disciplinano la questione, la Corte subordina la portata dell'esenzione al verificarsi di due condizioni: 1) che esista uno stretto legame tra la comunicazione e l'esercizio del lavoro, della professione o delle funzioni; e b) che tale comunicazione sia strettamente necessaria a tale esercizio→ cd. criteri della **connessione** e della **necessità**.

Risposta

Si. L'informazione presenta tutti i requisiti prescritti dall'art. 181 TUF: quanto alla configurabilità della fattispecie di *insider trading*, non è rilevante il raggiungimento di un profitto da parte di colui il quale utilizza l'informazione: il reato, infatti, si perfeziona a seguito del mero compimento dell'operazione, indipendentemente dall'esito della stessa.

CASO N. 7

Il *CFO* della Società, in occasione di un evento privato, comunica ad alcuni investitori professionali delle previsioni assolutamente ottimistiche sull'immediato futuro, rivelando, altresì, ad ulteriore conferma di tali notizie, la ricezione da parte della Società di un consistente numero di nuovi ordini e la conseguente decisione di investire nella costruzione di nuovi impianti; informazioni, peraltro, in aperto contrasto con gli ultimi comunicati stampa, immediatamente precedenti, diffusi al pubblico.

A seguito di tale *disclosure*, alcuni dei partecipanti a tale evento privato effettuano numerose operazioni sui titoli della Società.

E' da ritenersi privilegiata tale tipo di informazione? Può ritenersi integrata la fattispecie di *insider trading*?

Risposta

Si: trattasi di Informazioni Privilegiate, in quanto non ancora rese pubbliche, di carattere preciso e destinate ad incidere sul prezzo degli strumenti finanziari della Società⁴.

CASO N. 8

Il *Finance Director* della Società comunica ad un amico che il giorno seguente sarebbe stata annunciata l'esistenza di un'offerta di acquisto relativa alla Società.

⁴ Caso tratto dal *Memorandum decision and order* del 1 settembre 2005 emesso dalla SEC (*Securities and exchange commission*), autorità di vigilanza del mercato statunitense, nei confronti del sig. Kenneth Goldman, CFO della Sibiel Systems Inc., accusato di aver disvelato informazioni societarie non ancora rese pubbliche.

Qualche giorno dopo lo stesso *Finance Director* gli comunica, altresì, di aver ricevuto un'offerta definitiva dalla società interessata all'acquisto.

Tra tale comunicazione e l'annuncio pubblico di accettazione dell'offerta, l'amico acquista un grande quantitativo di azioni, rivendute, dopo tale pubblico annuncio a prezzo notevolmente superiore.

E' da ritenersi privilegiata l'informazione utilizzata dall'amico? E se sì, il suo comportamento potrebbe rilevare ai sensi degli artt. 184 e 187-*bis* del TUF?

Risposta

Sì, in quanto l'informazione presenta tutti i requisiti di cui all'art. 181 TUF, poichè ben determinata nel contenuto, attendibile, tenuto conto della vicinanza dell'informatore alla fonte, e rilevante, nel senso che un investitore comune considererebbe tale tipo di informazione essenziale ai fini della determinazione dei termini di una transazione in un mercato quotato.

Pertanto, la sua rivelazione ad un soggetto estraneo alla Società, non tenuto, in relazione alla sua attività a venire a conoscenza di tale informazione, vale ad integrare la fattispecie di *insider trading*⁵.

CASO N. 9

Il responsabile dell'Area Relazioni Esterne e Comunicazione della Società, addetto alla gestione dei rapporti con i media, viene messo a conoscenza dal *CEO*, in diverse occasioni, del contenuto di alcuni comunicati stampa di imminente diffusione, relativi rispettivamente alle previsioni semestrali di fatturato, ai risultati di bilancio infrannuale ed alla nomina di un nuovo *CEO*.

Prima degli annunci ufficiali, il responsabile della Area Relazioni Esterne e Comunicazione effettua operazioni di acquisto e successiva vendita degli strumenti finanziari, ottenendo un notevole profitto.

Le informazioni rivelate possono considerarsi privilegiate? E se sì, può il comportamento del *CEO* considerarsi una tipica

⁵ Caso tratto dalla *Final notice* del 3 novembre 2004 con cui la FSA, autorità di vigilanza del mercato londinese (LSA) ha irrogato al Sig. Smith, *Finance Director* di I Feel Good (Holdings) PLC, la pena pecuniaria di £ 15.000 per il reato di "*improper disclosure*", corrispondente all'ipotesi di cui al comma 1 lett. b) degli artt. 184 e 187- *bis* del TUF.

condotta di *insider trading*? E quella del responsabile dell' Area Relazioni Esterne e Comunicazione ?

Risposta

Tali informazioni presentano indiscutibilmente tutti i requisiti previsti dall'art. 181 TUF: quanto alla configurabilità o meno della condotta di *insider trading*, esso sarà prospettabile solo in capo al responsabile dell' Area Relazioni Esterne e Comunicazione, ma non anche in capo al CEO. Ed infatti quest'ultimo rivela le informazioni al primo nell'esercizio delle sue specifiche funzioni al fine di garantirgli una preparazione adeguata e tempestiva nella gestione dei rapporti con i media⁶.

CASO N. 10

Nel caso di trattative relative ad una acquisizione societaria da parte del Gruppo è possibile che la conclusione di un accordo preliminare in merito possa costituire di per sé un'informazione privilegiata?

Risposta

Sì, la MAR ha espressamente previsto che una particolare circostanza o evento di un processo prolungato possa costituire di per sé un'informazione privilegiata.

⁶ Caso tratto dalla *Final Notice* del 7 luglio 2004, con cui la FSA ha irrogato al Sig. Peter Braken, responsabile della funzione Comunicazione della Whitehead Mann LLP, la pena pecuniaria di £ 15.000 per il reato di "*misuse of information*", corrispondente all'ipotesi di cui al comma 1 lett. a) degli artt. 184 e 187-bis del TUF.