

1. Modelli di comunicazione
2. Informativa continua
3. Guida per l'informazione al mercato
4. Analisti finanziari

COMUNICAZIONE FINANZIARIA

- L'impresa misura la propria performance in termini di variazione del capitale economico
- L'impresa ha quindi cura che le variazioni di valore siano adeguatamente trasferite nei prezzi di mercato
- La comunicazione finanziaria
 - ha per **obiettivo** il conseguimento di un buon tasso di diffusione del valore
 - ha per **contenuto** di comunicare il valore dell'impresa
 - segue le **modalità** della
 - informativa periodica
 - informativa continua
 - informativa su operazioni straordinarie
 - che richiedono prospetto
 - che non richiedono prospetto



Ma la
comunicazione
stessa crea
valore !

I PUBBLICI DI RIFERIMENTO



QUATTRO TIPI DI COMUNICAZIONE

	OBIETTIVO	CONTENUTI
COMUNICAZIONE COMMERCIALE	Migliorare le relazioni con il mercato dei clienti finali e intermedi rendendo percepibile il valore dell'offerta aziendale, ovvero la sua capacità di soddisfare i bisogni della domanda
COMUNICAZIONE ISTITUZIONALE	Migliorare le relazioni con i diversi pubblici (interni ed esterni) facendo conoscerel'impresa, i suoi valori, la sua missione
COMUNICAZIONE GESTIONALE	Migliorare le relazioni con i soggetti direttamente coinvolti nella gestione dell'impresa, rendendo percepibile e attuando la capacità di coordinamento controllo e omologazione delle risorse e delle produzioni cognitive d'impresa
COMUNICAZIONE FINANZIARIA	Migliorare le relazioni con i portatori di risorse, esplicitando...	...gli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'impresa, nonché la sua capacità prospettica

EVOLUZIONE STORICA

- **Quattro modelli** di informativa societaria:
 - del CODICE CIVILE o di “informativa istituzionale”
 - della L. 216/74 peculiare per le società quotate
 - della L. 157/91 o dell’ “informativa continua”
 - modello della società “globalizzata”

1. IL MODELLO DEL CODICE CIVILE

- La norma codicistica costituisce la base primaria dell'informativa societaria
- il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato (da D.Lgs 127/91) ne sono l'espressione primaria
- predisposizione di una informativa per azionisti e creditori in occasione di talune fattispecie (fusione, scissione, aucap con esclusione del diritto di opzione)
- l'informativa societaria si rivolge essenzialmente alla ristretta cerchia dell'azionariato esistente.
- Il regime di pubblicità degli atti è sostanzialmente basato sul deposito presso il registro delle imprese.

2. IL MODELLO DELLA L. 216/74

- DIFFERENZIAZIONE DEL REGIME PER LE SOCIETA' QUOTATE (o che ricorrono al mercato mobiliare)
- Informativa monodirezionale (da emittente a CONSOB). Trasparenza della proprietà azionaria, dei compensi amministratori
- per ogni sollecitazione un **prospetto informativo** e autoresponsabilità dei soggetti che lo predispongono
- autorità di vigilanza (CONSOB) con potere di richiedere la divulgazione di dati e notizie
- l'informativa si rivolge anche all'azionista potenziale

3. MODELLO DELLA L. 157/91

- Nuovo modello basato su una **informativa continua** ed automatica, bidirezionale (verso mercato e verso CONSOB), svincolata dagli adempimenti codicistici
- concetto cardine del sistema è l'evento *price sensitive* identificato dagli amministratori
- non vi è controllo preventivo delle comunicazioni, esse sono **sintetiche**, ma **tempestive** e rappresentano un aggiornamento permanente delle informazioni istituzionali
- la ratio è quella ridurre al minimo la disparità informativa, creare “simmetria”. Prevenzione di fenomeni di *insider trading*

4. MODELLO DELLA SOCIETA' GLOBALIZZATA

- lo scenario di riferimento è multinazionale, la raccolta di capitali viene effettuata nei mercati più adatti (comparabilità, liquidità ...)
- i *legal requirements* di informativa del paese di incorporazione sono la base minima. Pur nel rispetto di tale disciplina si fa riferimento alla *best practice* internazionale ed alle *listing rules* del(i) mercato(i) di quotazione
- la distribuzione delle informazioni fa largo affidamento su *media* elettronici
- la contabilità è redatta secondo principi contabili internazionali o riconciliata ai principi *generally accepted* nei mercati di quotazione

INFORMATIVA CONTINUA

Differenti livelli di fonti normative:

- Direttive europee
- Legge (Art. 114 TUIF)
- Regolamento CONSOB (Reg. Emittenti 11971/99)
- Comunicazioni CONSOB (...)
- Regolamenti Borsa Italiana
- Guida per l'Informazione al Mercato (*self regulation* o *best practice*)

FINALITA' DELL'ATTIVITA' CONSOB

- Art. 91 TUIF:
la CONSOB esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla
 - **tutela degli investitori**, nonché alla
 - **efficienza e alla trasparenza**
 - del mercato del controllo societario e
 - del mercato dei capitali

Comunicazioni al pubblico Art. 114 TUIF

- La CONSOB può, **anche in via generale**, richiedere [agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano] che siano resi pubblici **con le modalità da essa stabilite**, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico.
- In caso di inottemperanza la CONSOB provvede direttamente a spese degli interessati.

Regolamento Borsa Italiana S.p.A.

Articolo 2.6.1

(Rapporti con gli emittenti strumenti finanziari quotati)

1. L'emittente strumenti finanziari quotati deve comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni che la stessa ritenga utili, di volta in volta o in via generale, al fine del buon funzionamento del mercato.
2. Per il medesimo fine di cui al comma precedente Borsa Italiana può richiedere all'emittente di diffondere dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico nei modi e nei termini da essa stabiliti. Nel caso di inottemperanza alla richiesta, Borsa Italiana, sentito l'emittente, può procedere alla diffusione di tali informazioni, salvo che l'emittente non opponga, con **reclamo motivato alla Consob**, che dalla diffusione può derivargli grave danno.
3. Nell'esercizio dei poteri di cui ai precedenti commi 1 e 2 Borsa Italiana collabora con la Consob al fine di evitare sovrapposizioni di richieste agli emittenti.

PROCEDIMENTO DI OPPOSIZIONE

- È uguale sia ex ante, nel caso di informazioni dovute ex art. 114 c. 1 TUIF, sia nel caso di una richiesta CONSOB di pubblicare informazioni ex art. 114 c. 3 TUIF
- qualora i soggetti “oppongano con reclamo **motivato**, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni possa derivare loro **grave danno**, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La CONSOB, entro sette giorni, può escludere, anche **parzialmente** o **temporaneamente** la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Trascorso tale termine il reclamo si intende accolto.”

STRUMENTI DI VIGILANZA CONSOB SUGLI EMITTENTI

Art. 115 TUIF: “...al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, la CONSOB può, anche in via generale:”

	EMITTENTI QUOTATI O DIFFUSI	SOGGETTI [1] CONTROLLANTI E SOCIETA' CONTROLLATE	PARTECIPANTI > 2% O ADERENTI PATTO	SOCIETA' O ENTI PARTECIPANTI [2]
Richiedere DATI e NOTIZIE	X	X	X	[3]
Assumere NOTIZIE da Amministratori, sindaci, dirigenti e revisori [4]	X	X	X	
Eseguire ISPEZIONI	X	X		

[1] Anche persone fisiche, [2] in qualsiasi percentuale, anche fiduciarie [3] limitatamente all'indicazione nominativa dei soci o dei fiduciari, [4] su società di revisione potere di richiesta dati e ispezione (art. 162 TUIF)

CRITERI GENERALI

GUIDA PRINCIPIO 1: (per orientare i comportamenti in circostanze non espressamente contemplate e come canone interpretativo)

Gli emittenti e i soggetti che li controllano

- comunicano con il mercato nel rispetto dei criteri di **correttezza, chiarezza e parità di accesso all'informazione**
- si astengono dal diffondere al mercato informazioni a scopo meramente promozionale

CORRETTEZZA: l'informativa deve essere in forma esaustiva e non fuorviante (contenuto) soddisfacendo o anticipando le legittime richieste di dati e notizie provenienti dal mercato, nell'interesse generale al suo corretto funzionamento

CHIAREZZA: (forma) intelligibilità in funzione dei destinatari

PARITA' DI ACCESSO: divieto di *selective disclosure*

L'INFORMAZIONE PRICE SENSITIVE

GUIDA PRINCIPIO 2 INFORMAZIONI RILEVANTI

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

REGOLAMENTO 11971/99 FATTI (art. 66 rinvia a 114 TUIF)

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

COME COMUNICARE /1

LE MODALITA'

- Tutti gli investitori devono avere la possibilità di avere le informazioni allo stesso tempo: OMOGENEITA'
- Invio comunicati a: [ma se NIS ...]
 - due agenzie di stampa;
 - BI che deve assicurarne la pubblicità;
 - CONSOB
- Informazioni devono essere messe a disposizione del pubblico senza indugio: TEMPESTIVITA'
- Ove il comunicato è diffuso a mercato aperto esso è trasmesso a BI e CONSOB almeno 15 minuti prima della sua diffusione

COME COMUNICARE / 2

IL CONTENUTO DEI COMUNICATI

- Art. 66 C. 4 e 5, Art. 67 c.1RE:
- Il comunicato contiene gli **elementi essenziali** del fatto in forma idonea a consentire una valutazione completa e corretta degli effetti che esso può produrre sul prezzo degli strumenti finanziari.
- Il comunicato contiene **collegamenti e raffronti** con il contenuto dei comunicati precedenti, nonché aggiornamenti sulle modificazioni significative delle informazioni in essi contenute.
- La Borsa Italiana può stabilire il **contenuto minimo dei comunicati** e le modalità di rappresentazione delle informazioni in essi contenute con riferimento a singole tipologie di fatti

EVENTI RILEVANTI / 1

Ingresso/ritiro da settore di business	Motivazioni, fatturato e margini relativi, tempistica, effetti contabili
Dimissioni/nomina amministratori e sindaci	Motivazioni, decorrenza
Acquisto/cessione partecipazioni o rami d'azienda	Prezzo pattuito, clausole correttive dello stesso, modalità di pagamento, dati essenziali della società oggetto dell'operazione, effetti contabili
Rinuncia all'incarico società di revisione	
Operazioni sul capitale	Quantità di valori da emettere, prezzo di emissione, modalità di assegnazione, garanzia
Emissione di obbligazioni	se raccolta bancaria irrilevante
Modifiche diritti strumenti finanziari quotati	
Perdite in misura rilevante	<i>Going concern</i>
Operazioni di fusione o scissione	Valori attribuiti, rapporto di cambio per categoria di azioni, eventuale conguaglio in danaro, modifiche nell'azionariato, decorrenza, effetti contabili, recesso

EVENTI RILEVANTI / 2

Conclusione, modifica o cessazione di contratti	data di efficacia, effetti reddituali, finanziari economici
Conclusione di processi relativi a beni immateriali	tipologia di registrazione, validità geografica, merceologica, temporale
Controversie legali	qualificazione tecnica della controversia, stato del giudizio, stima della passività potenziale
Cambiamenti nel personale strategico	
Operazioni sulle azioni proprie	Disciplina ex art. 87 Reg. 11971/99
Presentazione di istanze o assoggettazione a procedure concorsuali	
Richiesta di ammissione a procedure concorsuali	
Operazioni con parti correlate	

EVENTI A FORMAZIONE PROGRESSIVA

La *prematura* comunicazione al mercato può giustificarsi solo ove sussista la necessità di garantire condizioni di parità informativa

GUIDA PRINCIPIO 3

Manifestazioni di intenti, approvazione progetti, trattative e ogni comportamento negoziale finalizzato alla conclusione di una operazione price sensitive sono comunicati se si è in presenza congiuntamente:

- **segnali inequivocabili** (ma non si tratta di *rumors*: notizie non di dominio pubblico) **che non risultino rispettati gli obblighi di riservatezza**
- **fondati motivi per presumere un esito positivo delle operazioni**

INFORMAZIONE IN ASSEMBLEA

GUIDA PRINCIPIO 4

Criterio generale della *fair disclosure*: in assemblea non si danno informazioni rilevanti se non preventivamente comunicate al mercato

Se involontaria diffusione immediato comunicato

A specifiche domande dei soci è ammissibile la risposta *no comment*. Ipotesi di sospensione.

CRITICITA':

- richieste CONSOB in assemblea
- modifica alle proposte degli amministratori (dividendi...)

PROCEDURE INTERNE

CODICE DI AUTODISCIPLINA PER LA CORPORATE GOVERNANCE

Gli amministratori delegati assicurano la corretta gestione delle informazioni riservate; a tal fine essi propongono al consiglio di amministrazione la adozione di procedure per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti ed informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni “*price sensitive*” e a quelle relative ad operazioni su strumenti finanziari compiute dalle persone che a causa dell'incarico ricoperto hanno accesso a informazioni rilevanti.

Tutti gli amministratori sono tenuti a mantenere riservati i documenti e le informazioni acquisiti nello svolgimento dei loro compiti ed a rispettare le procedure adottate per la comunicazione all'esterno di tali documenti ed informazioni.

INCONTRI CON OPERATORI

GUIDA PRINCIPIO 5

Tipologia di incontri:

- (i) one to one
- (ii) ristretti (organizzati da terzi)
- (iii) allargati

- informare Consob e Borsa degli incontri ristretti e rendere disponibile al pubblico la documentazione.
- se si diffondono informazioni rilevanti, comunicato stampa preventivo
- se incontri allargati, partecipazione anche dei media

97008479 e 98090373

- si raccomanda di aprire la partecipazione all'incontro anche ad esponenti della stampa economica. Qualora ciò "non sia possibile" comunicato stampa
- rispetto delle regole da parte delle controllate (non quotate)

INFORMAZIONE PREVISIONALE

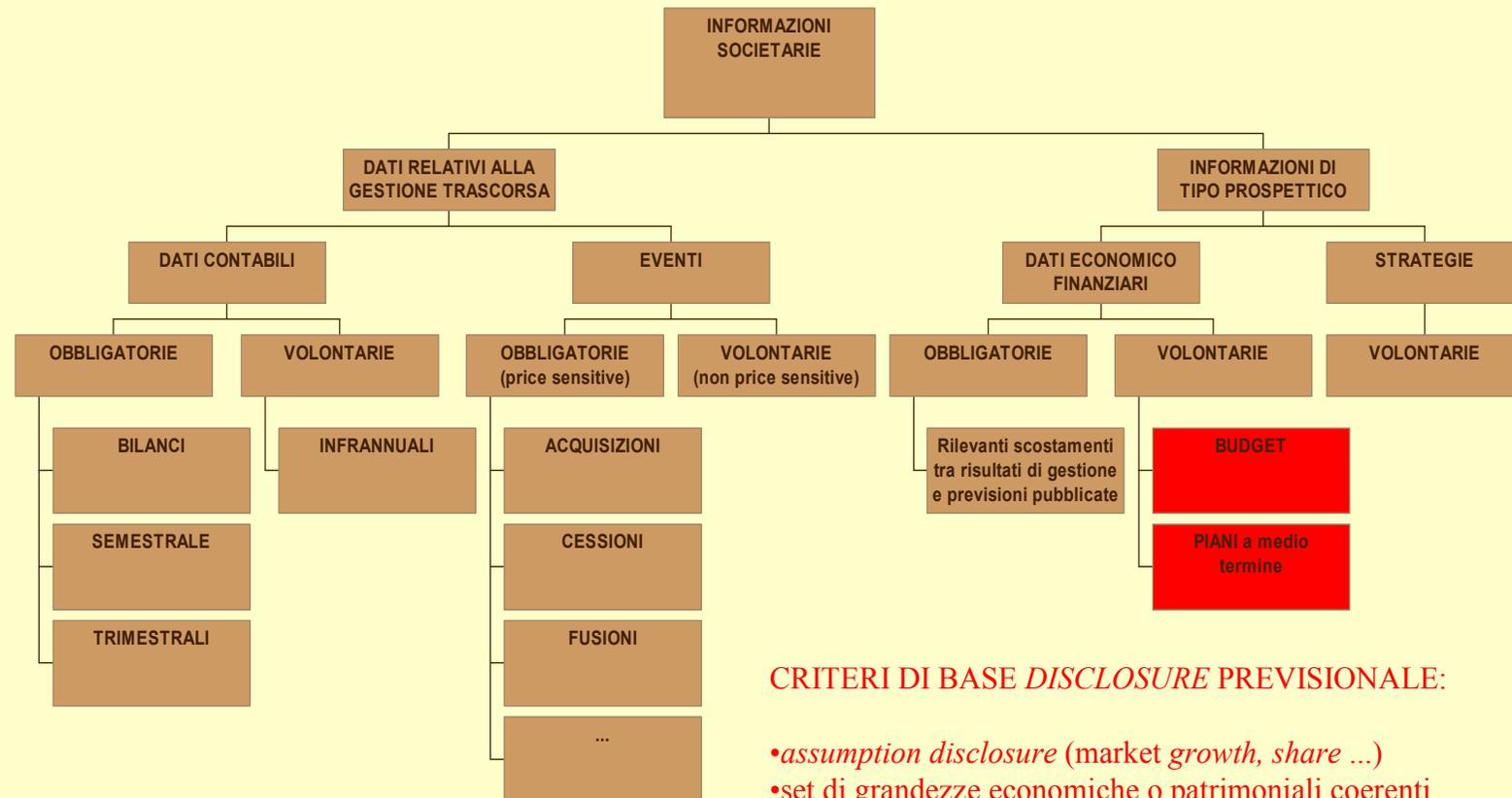
GUIDA PRINCIPIO 6

- AUSPICATI dati previsionali e obiettivi quantitativi (indicazione ipotesi sottostanti) [*disclaimer*]
- continuità delle informazioni e dei contenuti informativi
- se in documenti informativi, contestuale al pubblico
- comunicazione scostamenti tra previsioni diffuse e (i) consuntivi o (ii) nuove previsioni
- Comunicazione valutazioni su scostamenti significativi con **risultati attesi dal mercato** (pubblicazione *coverage* su sito)

Reg 11971 Art. 68 e DME/1039328

- dati previsionali PERMESSI, ma non RICHIESTI
- se diffusi, OBBLIGO verifica andamento e comunicazione scostamenti
- chiarire se previsioni o obiettivi strategici
- verifica andamento anche su dati previsionali in prospetti
- MONITORARE il *consensus* ed eventualmente emettere dei profit warning

SOFT INFORMATION



CRITERI DI BASE *DISCLOSURE* PREVISIONALE:

- *assumption disclosure* (market growth, share ...)
- set di grandezze economiche o patrimoniali coerenti
- *range* di valori purché significativi

SITI INTERNET

GUIDA PRINCIPIO 7

- sito come strumento aggiuntivo, ma non sostitutivo per rendere disponibili al pubblico informazioni
- in apposita sezione, anche in inglese:
 - statuto
 - bilanci (capogruppo e consolidato)
 - relazione semestrale
 - relazioni trimestrali
 - comunicati stampa
 - documentazione per incontri

DME/1000796

- adeguati criteri redazionali
- indicare data e ora aggiornamento
- se due lingue medesimo contenuto
- rettifica nel caso di errori
- citare le fonti se dati di terzi
- indicare nei comunicati la disponibilità dei documenti sul sito
- indicare sempre se versione integrale o no (e dove reperire l'integrale)
- *link* corretti e neutrali
- libera consultazione senza richiedere dati e notizie sugli investitori

RUMORS

GUIDA PRINCIPIO 8

Quando, a mercati chiusi, ovvero nella fase di pre-apertura, si sia in presenza di notizie di dominio pubblico (stampa, agenzie, mass media, siti internet credibili) non comunicate al mercato e **idonee a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari**, gli emittenti, o i soggetti che li controllano valutano l'opportunità di informare al più presto il pubblico circa la veridicità delle notizie, integrandone o correggendone il contenuto, ove necessario

Reg 11971 Art. 66 c. 7

Allorché il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto a quello ufficiale del giorno precedente, in presenza di notizie di pubblico dominio non diffuse ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale economica o finanziaria degli emittenti tali strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari, gli emittenti stessi informano senza indugio il pubblico circa la veridicità delle notizie integrandone o correggendone il contenuto, ove necessario

DUAL LISTING

GUIDA PRINCIPIO 9

La comunicazione in mercati esteri di informazioni ulteriori rispetto a quelle dovute o comunque comunicate nel mercato italiano comporta la loro diffusione anche in questo mercato **secondo modalità idonee a garantire agli investitori l'accesso, ove possibile contestuale,** alle medesime informazioni

Reg 11971 Art. 88

Gli emittenti strumenti finanziari quotati **anche nei mercati di altri Paesi dell'Unione Europea** mettono a disposizione del pubblico le ulteriori informazioni fornite in altri paesi.

Gli emittenti strumenti finanziari quotati **anche nei mercati di paesi extra-comunitari** mettono a disposizione del pubblico le ulteriori informazioni fornite in tali paesi se le stesse hanno importanza per la valutazione degli strumenti finanziari sul mercato italiano.

PARTI CORRELATE

Nuovo art. 71bis RE:

DOCUMENTO INFORMATIVO per operazioni che per **oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione** possono avere effetti:

- sulla salvaguardia del patrimonio aziendale
- sulla completezza e correttezza delle informazioni

ma allora può esistere
una operazione con parti correlate che non
è *price sensitive*, ma richiede documento ?

L'obbligo non sussiste se le informazioni sono inserite:

- nell'**eventuale** comunicato stampa ex art. 66
- nel Documento Informativo ex artt. 70 e 71

Equity research /1

- Art. 69 RE dispone che, se prodotti da (i) emittenti, (ii) intermediari autorizzati, (iii) soggetti in rapporto di controllo, devono essere:
 - trasmessi immediatamente alla CONSOB,
 - depositati presso BI a disposizione del pubblico (se riservati a clienti, entro 60 gg da distribuzione. In alternativa pubblicazione su sito internet intermediario e avviso a BI)
 - riportare un'avvertenza su **ragione** e **estensione** conflitto di interesse.

- Se *rumors* sulla *research* e sensibile variazione del prezzo o del volume degli strumenti di mercato, su richiesta della Consob, comunicato sulla veridicità. Se già distribuiti ai clienti, messa a disposizione del pubblico

Equity research / 2

Com. DEM/3019271 del 26.3.2003

“... una particolare importanza assumono i problemi che possono sorgere quando chi li diffonde ha un proprio specifico interesse riguardo all'oggetto dello studio. Criticità possono manifestarsi soprattutto quando i soggetti che diffondono gli studi appartengono a gruppi finanziari polifunzionali, nel cui ambito si effettuano attività e si prestano servizi i cui interessi possono influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi. Tale influenza può derivare in particolare dall'esistenza di relazioni di natura strategica, contrattuale o operativa, tra il gruppo cui appartiene il soggetto che diffonde lo studio e la società emittente e il gruppo cui essa appartiene, tra le quali possono assumere rilevanza i legami partecipativi o di controllo e la prestazione di servizi di *primary market*, ma anche, in particolari situazioni, l'esistenza di rapporti di credito e di posizioni direzionali aperte sui titoli dell'emittente.

Equity research / 3

Com. DEM/3019271 del 26.3.2003

CONFLITTO DI INTERESSE:

situazioni che, in ragione della loro natura o della loro rilevanza, sono suscettibili, in astratto, di **influenzare la correttezza comportamentale** dell'attività di realizzazione e diffusione di studi.

- presenza di legami di controllo o di partecipazione rilevante, sia diretti sia indiretti;
- partecipazione agli organi sociali;
- prestazione di servizi di finanza aziendale resi all'emittente;
- esistenza di obblighi di diffusione di studi derivanti da disposizioni contrattuali (es. previsti dal ruolo di sponsor);
- emissione di strumenti finanziari collegati ai titoli dell'emittente.
- altre situazioni che condizionano l'indipendenza e l'imparzialità dello studio

Equity research / 3

Raccomandazioni:

- trasparenza sulle fonti
- procedure interne (*chinese walls*) atte a garantire indipendenza e correttezza degli analisti;
- indicazione nominativa analisti
- trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi:
 - canale utilizzato;
 - momento di inizio della diffusione;
 - numero e la tipologia dei soggetti destinatari.
- trasparenza sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi

Equity research / 4

GUIDA PRINCIPIO 10:

- analista opera con indipendenza e obiettività
- REPORT:
 - data del giudizio e prezzo in quel momento
 - distinzione tra fatti (citazione fonti) ed opinioni;
 - nell'esprimere una **VALUTAZIONE, RACCOMANDAZIONE** o un **TARGET PRICE** indicazione di **CRITERI, CONDIZIONI DI VALIDITA', TIME HORIZON**
- Il sistema di rating deve essere indicato con chiarezza
- L'analista non utilizza informazioni rilevanti se non dopo la loro diffusione a norma di legge
- L'analista indica il proprio interesse (possesso e posizioni) in relazione alle azioni analizzate. Non effettua operazioni in senso contrario alle raccomandazioni