

Focus Team Capital Markets

9 Aprile 2020

Focus Team Capital Markets

**Focus Team leader**
Debt Capital MarketsMassimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com
Tel. +44-20-76536888**Focus Team leader**
Equity Capital MarketsVittoria Giustiniani
vittoria.giustiniani@belex.com
Tel. +39-02-771131**Autori**Barbara Napolitano
barbara.napolitano@belex.com
Tel. +39-06-84551Francesco Maria Farracchiati
francescomaria.farracchiati@belex.com
Tel. +44-20-76536888Carlotta Marconi
carlotta.marconi@belex.com
Tel. +39-06-84551

Covid-19 - Programmi di acquisto di azioni proprie

Opportunità e cautele a fronte delle particolari condizioni di mercato

Premessa

Come evidenziato da ultimo nel *report* ESMA del 2 aprile 2020, che aggiorna il *risk assessment* sulle aree di competenza per tenere conto dei primi riscontri sull'impatto del Covid-19, l'emergenza sanitaria, con riferimento all'attuale valutazione del rischio, ha determinato un netto peggioramento dell'*outlook* per i consumatori, le aziende e il quadro economico generale ⁽¹⁾.

Nel contesto odierno di elevata volatilità dei mercati finanziari, l'avvio di piani di acquisto di azioni proprie, o anche la modifica dei termini di piani esistenti rappresentano un'opportunità. Le quotazioni basse dei titoli possono difatti rendere conveniente l'aumento del magazzino titoli, al servizio di futuri piani di incentivazione o di operazioni di finanzia straordinaria, ovvero dell'esecuzione di *scrip dividend*.

Tuttavia, proprio alla luce dell'impatto della diffusione del Covid-19 sul *business*, al fine di salvaguardare il regolare funzionamento del mercato, gli emittenti devono prestare particolari cautele nella pianificazione e nell'esecuzione di programmi di *buy-back*, nel più ampio quadro delle recenti raccomandazioni ESMA in tema di informativa al mercato e di trasparenza.

1. Quadro regolamentare di riferimento – il c.d. *safe harbour* e le prassi di mercato ammesse

Come noto, ove i piani di acquisto siano posti in essere dagli emittenti in regime di *safe harbour*, secondo le condizioni stabilite dall'art. 5 MAR ⁽²⁾,

⁽¹⁾ L'ESMA, in particolare, “see[s] [...] a prolonged period of risk to institutional and retail investors of further – possibly significant – market corrections and see very high risks across the whole of the ESMA remit”.

⁽²⁾ Regolamento UE 596/2014. Si noti che per beneficiare del regime di *safe harbour*, il *buy-back* deve perseguire almeno una delle tre finalità indicate all'art. 5, par. 2, MAR, ossia: (i) ridurre il capitale dell'emittente; (ii) soddisfare gli obblighi derivanti da strumenti di debito convertibili in strumenti azionari; (iii) adempiere agli obblighi derivanti da programmi di assegnazione di opzioni su azioni
This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only. It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

ovvero ricorrendo alle prassi di mercato ammesse (c.d. “AMP”) come approvate delle autorità di vigilanza nazionali, ne deriva, in caso di adozione del regime di *safe harbour*, una piena esenzione dall'applicazione della disciplina in tema di abusi di mercato⁽³⁾, in caso di adozione delle sole AMP,

o assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata.

⁽³⁾ Cfr. artt. 8, 10 e 12, MAR, vale a dire, l'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la manipolazione di mercato informativa e operativa.

In particolare l'art. 8, par. 1, prevede che: “*si ha abuso di informazioni privilegiate quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono. È considerato abuso di informazioni privilegiate anche l'uso di dette informazioni tramite annullamento o modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario al quale le informazioni si riferiscono quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni privilegiate*”. I commi successivi prevedono altresì che si ha “*raccomandazione o un'altra persona compia abusi di informazioni privilegiate o induzione di un'altra persona a compiere abusi di informazioni privilegiate quando la persona è in possesso di informazioni privilegiate e:*

a) *raccomanda, sulla base di tali informazioni, che un'altra persona acquisisca o ceda strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono o induce tale persona a effettuare l'acquisizione o la cessione; ovvero*
b) *raccomanda, sulla base di tali informazioni, a un'altra persona di cancellare o modificare un ordine concernente uno strumento finanziario cui si riferiscono le informazioni o induce tale persona a effettuare la cancellazione o la modifica.*

3. *L'utilizzo delle raccomandazioni o induzioni di cui al paragrafo 2 costituisce abuso di informazioni privilegiate ai sensi del presente articolo quando la persona che utilizza la raccomandazione o l'induzione sa o dovrebbe sapere che esse si basano su informazioni privilegiate.*

4. *Il presente articolo si applica a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che: a) è membro di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente o partecipante al mercato delle quote di emissioni; b) ha una partecipazione al capitale dell'emittente o di un partecipante al mercato delle quote di emissioni; c) ha accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione; oppure d) è coinvolto in attività criminali.*

Il presente articolo si applica anche a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle di cui al primo comma, quando detta persona sa o dovrebbe sapere che si tratta di informazioni privilegiate.

5. *Quando una persona è una persona giuridica, il presente articolo si applica, conformemente al diritto nazionale, anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di effettuare l'acquisto, la cessione, la cancellazione o la modifica di un ordine per conto della persona giuridica in questione”.*

L'art. 10 prevede tra l'altro che “*si ha comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione.*”

L'art. 12, par. 1, definisce come manipolazione le seguenti attività:

“a) *la conclusione di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che:*

i) *invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni; oppure*

ii) *fissi, o è probabile che fissi, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale; a meno che la persona che conclude un'operazione, inoltra un ordine di compravendita o ha posto in essere qualsiasi altra condotta dimostri che tale operazione, ordine o condotta sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una prassi di mercato ammessa, come stabilito a norma dell'articolo 13;*

b) *la conclusione di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente;*

c) *la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano idonee a fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni o che fissino, o che è probabile che fissino, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari o di contratti a pronti su merci collegati o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti;*

d) *la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (benchmark) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o*

un'esenzione circoscritta alla manipolazione di mercato di tipo operativo ⁽⁴⁾.

Si segnala che, con delibera del 7 aprile 2020 n. 21318, Consob ha ammesso la nuova Prassi di mercato n. 1 relativa all'attività di sostegno della liquidità del mercato ⁽⁵⁾. La nuova Prassi fa seguito alla consultazione lanciata a settembre 2018 e al parere positivo dell'ESMA, che ha ritenuto il nuovo testo della Prassi compatibile con i criteri di cui all'articolo 13, par. 2, MAR, e con il Regolamento Delegato 2016/908 ⁽⁶⁾. Il testo della nuova Prassi n. 1 presenta alcune differenze rispetto a quello pubblicato l'8 aprile 2019 ad esito della consultazione, al fine di tener conto del predetto parere. Principalmente, si prevede che l'intermediario incaricato debba essere organizzato in modo tale che le decisioni operative relative all'attività di sostegno della liquidità per conto dell'emittente siano svolte in modo indipendente dall'eventuale attività di *specialist* svolta sui medesimi strumenti finanziari nella stessa sede di negoziazione.

Al di fuori delle ipotesi sopra indicate, le operazioni su azioni proprie devono essere attentamente valutate al fine di verificare eventuali profili di criticità, avendo riguardo all'operatività, alle finalità e alle relative modalità di esecuzione.

Si segnala inoltre che, ai sensi dell'art. 1, co. 2, lett. i), del d.l. 8 aprile 2020 n. 23 (c.d. *decreto liquidità*) le garanzie concesse da SACE per finanziamenti alle imprese con sede in Italia colpite dall'epidemia Covid-19 sono rilasciate alla condizione, tra l'altro, che l'impresa che beneficia della garanzia assuma l'impegno che essa, nonché ogni altra impresa con sede in Italia che faccia parte del medesimo gruppo, non approvi il riacquisto di azioni nel corso del 2020.

2. L'informativa al mercato - Raccomandazioni

avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento".

⁽⁴⁾ Cfr. art. 12, par. 1, lett. a), MAR. Si ha una manipolazione del mercato di tipo operativo quando un soggetto conferisce ordini o effettua operazioni di compravendita o pone in essere altre condotte che producono effetti materiali, vale a dire che inviano (o è probabile che inviano) segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, o che consentano (o è probabile che consentano) di fissare il prezzo di uno strumento finanziario a un livello anormale o artificiale ovvero, infine, che utilizzino artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente per incidere sul prezzo di uno strumento finanziario.

⁽⁵⁾ La nuova Prassi n. 1 entrerà in vigore trenta giorni dopo la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, termine a partire dal quale cesserà la Prassi n. 1 precedentemente ammessa con delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009.

⁽⁶⁾ L'art. 13, par. 2, MAR elenca i criteri cui devono tenere conto le autorità competenti ai fini dell'istituzione di una prassi di mercato, tra i quali: il fatto che la prassi di mercato preveda o meno un notevole grado di trasparenza rispetto al mercato, assicuri (o meno) un elevato livello di garanzie del gioco delle forze di mercato e della corretta interazione tra offerta e domanda e abbia (o meno) un impatto positivo sulla liquidità e sull'efficienza del mercato.

Nell'attuale contesto di emergenza globale, si raccomanda la massima cautela nelle attività di *trading* (acquisto e vendita) di azioni proprie, soprattutto in considerazione degli attuali, e soprattutto potenziali, impatti del Covid-19 sul *business* e sulle prospettive dell'emittente.

In tale contesto, difatti, la **“creazione” di informazioni *price sensitive*, cui il *management* sia esposto, è un processo in continuo divenire**. Si deve prestare particolare attenzione alle tappe intermedie delle fattispecie a formazione progressiva, tenendo anche conto delle indicazioni della recente giurisprudenza di legittimità, che ha confermato le argomentazioni dei giudici di merito circa il grado di precisione sufficiente a far ritenere integrata la nozione di informazione *price sensitive* e il significato della locuzione “*senza indugio*” di cui all'art. 114, comma 1, TUF ⁽⁷⁾. Al riguardo ivi si nota, tra l'altro, che non occorre la formalizzazione in sede di Consiglio di Amministrazione affinché un'informazione sufficientemente precisa assuma natura *price sensitive*, laddove sussista comunque l'elemento della materialità ad essa connaturata. Tra i punti di attenzione si menzionano i dati di significativo scostamento dell'utile di esercizio e dell'EBITDA, rispetto ai livelli attesi dal mercato e pronosticati: nel caso in esame si è ritenuto sussistere i presupposti per una tempestiva comunicazione al mercato, in ipotesi in cui un *profit warning* aveva formato oggetto di discussione da parte del *management* vari giorni prima dell'esame da parte del Consiglio di Amministrazione ⁽⁸⁾.

È pertanto di fondamentale importanza che ciascun emittente - e, con particolare attenzione, gli emittenti che abbiano pubblicato dati previsionali - adottati una politica di *disclosure* di informazioni *price sensitive*, anche in considerazione delle operazioni di *buy-back* intraprese, il più possibile tempestiva e improntata a principi di cautela.

Queste cautele devono accompagnare i presidi informativi già esistenti, i quali prevedono che gli emittenti:

- ✓ comunichino al mercato la decisione del consiglio di amministrazione di sottoporre all'assemblea degli azionisti la proposta di autorizzazione di un piano di buy-back ⁽⁹⁾;
- ✓ diffondano un ulteriore comunicato, a seguito dell'approvazione assembleare, con l'indicazione dell'oggetto, delle finalità del

⁽⁷⁾ Si veda Cass., 14 febbraio 2018, n. 3577.

⁽⁸⁾ Nel caso affrontato dalla medesima Cass. 14 febbraio 2018, n. 3577, è stato ritenuto eccessivamente lungo un periodo di tempo di 8 giorni per convocare il Consiglio di Amministrazione, al fine di recepire formalmente l'informazione e comunicarla al pubblico. La società ricorrente aveva invece sostenuto che l'acquisizione dei dati previsionali disponibili in via preventiva da parte dell'amministratore delegato della propria controllante non significava che i dati fossero da considerare definitivi e quindi formalizzati.

⁽⁹⁾ Cfr. Linee Guida Consob luglio 2019 “Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro”.

programma e le relative caratteristiche, quali la durata e il controvalore massimo dell'operazione;

- ✓ comunichino al mercato eventuali decisioni del Consiglio di Amministrazione in ordine al lancio di un programma di acquisto su autorizzazione assembleare;
- ✓ comunichino altresì al mercato le modifiche eventualmente apportate al programma e alle informazioni già pubblicate.

Ove il Consiglio di Amministrazione intenda ampliare la portata del piano di acquisto, ovvero apportare modifiche ai termini di esecuzione dello stesso, occorre che gli amministratori valutino attentamente la portata delle modifiche, al fine di accertare che le operazioni si svolgano, in ogni caso, entro i limiti dell'autorizzazione assembleare originariamente concessa, ovvero entro i termini comunicati al mercato dal Consiglio di Amministrazione al momento del lancio del programma ⁽¹⁰⁾.

3. Alcune cautele operative

Di seguito segnaliamo talune misure adottate dagli emittenti, ritenute presidi efficaci al fine di evitare rischi di abuso, ferma restando la necessità di una valutazione caso per caso.

a) Conferimento di un mandato a un intermediario specializzato

Come evidenziato da Consob ⁽¹¹⁾, delegare il coordinamento e le esecuzioni delle operazioni a un intermediario specializzato appare uno strumento efficace.

L'incarico conferito all'intermediario specializzato deve assicurare all'emittente garanzie di professionalità e indipendenza nella gestione delle operazioni (che vengono quindi eseguite in maniera discrezionale dall'operatore professionale), oltre che la tenuta e la registrazione delle stesse. L'intermediario non deve avere rapporti di controllo con l'emittente, né ricevere informazioni privilegiate dallo stesso.

In relazione allo svolgimento del mandato, l'intermediario dovrà immettere gli ordini in modo da non creare distorsioni sull'andamento del prezzo dei titoli, e potrà poi fornire informazioni all'emittente, **solo al termine della seduta di negoziazione**, al fine di garantire l'indipendenza e una adeguata segregazione delle informazioni.

⁽¹⁰⁾ È evidente che l'eventuale modifica dei termini dei programmi di *buy-back* già approvati dall'assemblea deve, a sua volta, essere oggetto di ulteriore approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti.

⁽¹¹⁾ Cfr. Linee Guida Consob luglio 2019 "Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro".

Si consiglia di rivedere i mandati esistenti, **anche al fine di valutare l'opportunità di apportare eventuali modifiche, dirette a riflettere, o rendere più evidenti, gli aspetti sopra indicati.**

b) *Dotarsi di un sistema adeguato di gestione dei flussi informativi e processi decisionali*

Sulla base delle indicazioni fornite da Consob nelle linee guida in materia di gestione delle informazioni privilegiate ⁽¹²⁾, gli emittenti devono gestire adeguatamente i flussi informativi interni, sia con riferimento al processo che porta alla proposta all'assemblea degli azionisti del lancio del programma di riacquisto, sia con riguardo alla sua successiva attuazione.

Ove l'emittente non deleghi a un intermediario specializzato il coordinamento e l'esecuzione delle operazioni, dovrebbe quantomeno valutare l'adozione di uno tra due diversi modelli organizzativi ⁽¹³⁾.

Un primo modello prevede la **“separazione dei flussi informativi”**, ed è adatto per emittenti che siano intermediari o che comunque già dispongano di strutture organizzative complesse. Secondo tale modello, le **decisioni di negoziazione vengono assunte da una funzione *ad hoc* in modo totalmente indipendente dall'emittente e dai soggetti in rapporto di controllo con esso**. Per essere efficace, questo sistema deve essere assoggettato a rigorosi controlli interni, tali da eliminare dubbi sul fatto che eventuali comportamenti “sospetti” possano derivare da scambi di informazioni.

Il modello **“senza separazione dei flussi informativi interni”** tende invece a **responsabilizzare la funzione organizzativa incaricata delle decisioni circa il coordinamento e l'esecuzione dell'operatività sulle azioni**. Tale modello richiede che la funzione organizzativa che decide il coordinamento e l'esecuzione delle operazioni sia **resa edotta dei rischi concernenti l'abuso di informazioni privilegiate**, così da poter decidere in modo appropriato in ordine alla tempistica e alle modalità di esecuzione delle operazioni.

È quindi evidente l'importanza, specialmente in contesti di mercato come quello attuale, di valutare l'adeguatezza delle procedure interne di gestione e monitoraggio dei flussi informativi e dei processi decisionali delle attività di *trading*, soprattutto per gli emittenti che non siano intermediari e che, pertanto, nella maggior parte dei casi, non abbiano già in vigore misure di segregazione informativa tra le diverse funzioni aziendali. Questi ultimi, soprattutto qualora abbiano in essere piani di *buy-back* non rientranti nei

⁽¹²⁾ Linee Guida 1/2017 in materia di “Gestione delle informazioni privilegiate”.

⁽¹³⁾ Sul punto, si vedano le Linee Guida Consob luglio 2019 “Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro”.

cd. “*safe harbour*”, dovrebbero **valutare una revisione delle proprie procedure di gestione dei flussi informativi**.

Oltre all'adozione dei richiamati modelli, assume importanza centrale il continuo monitoraggio della “*relevant information list*” (c.d. “RIL”), quale registro istituito e aggiornato dagli emittenti, **al fine di verificare e intercettare tempestivamente il processo di creazione dell'informazione privilegiata** ⁽¹⁴⁾.

c) Adottare una politica di comunicazione al pubblico trasparente

L'emittente deve adottare una politica di comunicazione immediata al pubblico a fini di trasparenza *ex ante*, *ongoing* ed *ex post*, che si realizza anche attraverso la pubblicazione di comunicati ulteriori a quelli precedentemente indicati rispetto alle operazioni eseguite sui titoli. Tale informativa include, ad esempio, la diffusione di appositi comunicati aventi a oggetto le operazioni effettuate nel mese precedente ⁽¹⁵⁾, ovvero la notizia di aver terminato il programma entro le sette sedute di negoziazione successive al completamento degli acquisti ⁽¹⁶⁾.

d) Valutare attentamente l'acquisto di azioni proprie nel periodo in cui l'emittente abbia eventualmente ritardato la disclosure di un'informazione privilegiata

Ai sensi dell'art. 4, par. 1, del Regolamento Delegato n. 1052/2016, l'emittente deve astenersi, nel corso della durata del programma, **dall'operare sui titoli rispetto ai quali abbia deciso di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (ex art. 17, parr. 4 e 5 MAR)**.

Tale divieto non trova applicazione se l'emittente ha in corso un **programma di riacquisto di azioni proprie predeterminato** ⁽¹⁷⁾, ovvero se il programma è gestito da un'impresa di investimento o da un intermediario che prende le decisioni di negoziazione in merito ai tempi dell'acquisto delle azioni in **piena indipendenza dall'emittente** ⁽¹⁸⁾. In ogni modo, anche in questo caso, l'operatività sui titoli va attentamente valutata.

⁽¹⁴⁾ Cfr. Linee Guida Consob luglio 2019 “Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro”, che richiamano le Linee Guida 1/2017 “Gestione delle informazioni privilegiate”.

⁽¹⁵⁾ L'emittente si attiene alle indicazioni dell'allegato 3F al Regolamento Emittenti “Istruzioni per la comunicazione al pubblico delle informazioni relative alle operazioni di compravendita delle azioni emesse dalle società emittenti e di quote di fondi chiusi ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati”.

⁽¹⁶⁾ Cfr. art. 2, par. 3, Regolamento Delegato n. 1052/2016, nonché le Linee Guida Consob luglio 2019 “Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro”.

⁽¹⁷⁾ Vale a dire il programma le cui date delle operazioni e i volumi di azioni da negoziare nel periodo di durata dello stesso siano già stabiliti al momento della comunicazione al pubblico del programma medesimo (cfr. art. 4, par. 2, lett. 1) e art. 1, par. 1, lett. a) Regolamento Delegato n. 1052/2016).

⁽¹⁸⁾ Cfr. art. 4, par. 2, lett. 1), Regolamento Delegato n. 1052/2016. Si segnala, inoltre, che il divieto di operatività sui titoli rispetto ai quali sia stata ritardata la comunicazione di informazioni privilegiate non trova applicazione se l'emittente è un'impresa di investimento o un ente creditizio che abbia stabilito e attuato procedure e meccanismi interni, soggetti alla vigilanza dell'autorità

e) Valutare attentamente l'acquisto di azioni proprie durante i c.d. closed period

Si ricorda che l'art. 19, par. 11, MAR prevede un divieto per il *top management* di operare sui titoli nei trenta giorni antecedenti la pubblicazione di relazioni finanziarie annuali o infrannuali (cui l'emittente sia tenuto secondo le regole del diritto nazionale, o le regole della sede di negoziazione). Si richiama, a tal proposito, quanto precisato dall'ESMA, secondo cui l'obbligo in questione non si estende all'emittente o alle operazioni eventualmente decise per conto dell'emittente dai *top manager*. Tuttavia, la stessa ESMA ha chiarito che l'emittente resta soggetto ai divieti di *insider dealing* di cui all'art. 14 MAR. Pertanto, l'operatività sui titoli in questo periodo - e, più in generale, nei periodi di crisi come quello attuale, nei quali, soprattutto in determinati settori, è elevata la probabilità che vi siano scostamenti del titolo rispetto alle attese - dovrà essere attentamente valutata⁽¹⁹⁾. Si consiglia di **rivedere, in tal senso, le procedure di *insider dealing* adottate dall'emittente.**

competente, per prevenire la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, ivi comprese, tra l'altro, le decisioni di acquisizione nel quadro del programma di riacquisto di azioni proprie.

⁽¹⁹⁾ Si veda la Q&A ESMA 7.10 del 29 marzo 2019. Ciononostante, l'ESMA afferma che: “any transaction carried out by the issuer during a closed period should be carefully treated, as the issuer remains subject to the prohibition of insider dealing contained in Article 14 of MAR”.



Focus Team Capital Markets

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con focus sul *capital markets*.

Massimiliano Danusso

Bancario e Finanziario

Antonio La Porta

Bancario e Finanziario

Barbara Napolitano

Societario

Silvia Romanelli

Societario

Gianfranco Veneziano

Societario

Federico Vezzani

Regolamentare

Francesca Marchetti

Bancario e Finanziario

Ettore Frustaci

Bancario e Finanziario

Ilaria Parrilla

Bancario e Finanziario

Vittoria Giustiniani

Societario

Carlo Montagna

Societario

Alessandra Piersimoni

Societario

Alberto Saravalle

Societario

Federico Vermicelli

Societario

Mauro Cusmai

Societario

Elisabetta Bellini

Societario

Federica Munno

Societario

Riccardo Salerno

Societario