

Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina (*)

ANDREA GIANNELLI (**) e CHIARA MOSCA (***)

SOMMARIO: **Introduzione.** 1. Introduzione al tema del flusso informativo: confini e natura del diritto dei soci alle informazioni. – 2. Diritto all'informazione della società controllante (*Cenni*). – 3. L'oggetto dell'indagine: l'esistenza di un dialogo privilegiato tra gli amministratori e (alcuni) azionisti. 4. Le più recenti evoluzioni della materia del dialogo con i soci nell'ambito del dibattito europeo sulla *corporate governance*. – **Parte I.** – 5. I contenuti del dialogo tra amministratori e soci: "semplici" informazioni o informazioni privilegiate. – 6. (*Segue*) Il "divenire" delle informazioni privilegiate. – 7. I soggetti obbligati ad effettuare la comunicazione al pubblico: emittenti e soggetti controllanti (art. 114, comma 1, TUF). – 8. L'inclusione dei soci tra gli *insider* primari nella disciplina degli abusi di mercato. – 9. Dubbi circa l'idoneità della qualifica dei soci come *insider* primari al fine di evitare pregiudizi al mercato. La necessità di sottoporre la tesi a verifica. – 10. La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo quale eccezione all'assenza di un diritto del socio a ricevere le informazioni dalla società quotata partecipata. – 11. Vicoli procedurali e condizioni per la trasmissione di informazioni privilegiate ai soci. – 12. (*Segue*) La questione dei c.d. comportamenti omissivi. – 13. La disciplina dell'*internal dealing* (art. 114, comma 7, TUF). – 14. (*Segue*) La vicinanza informativa agli amministratori di «chiunque detenga azioni almeno pari al 10 per cento del capitale sociale» nella disciplina dell'*internal dealing*. – **Parte II.** – 15. Il principio di parità di trattamento (art. 92 TUF). – 16. (*Segue*) Nei confronti «di tutti i portatori di strumenti finanziari che si trovano in identiche condizioni». – 17. (*Segue*) La parità di trattamento informativa. – 18. L'ambito soggetto della fattispecie: nei confronti di quali soci è ipotizzabile una comunicazione selettiva di informazioni privilegiate? – 19. - Conclusioni.

1. Introduzione al tema del flusso informativo: confini e natura del diritto dei soci alle informazioni.
– Lo studio della società per azioni e, da una prospettiva più ampia, della c.d. *modern corporation*¹ negli ordinamenti in cui questo fenomeno ha assunto rilevanza centrale, fa ricorso, con frequenza, ad una concettualizzazione condivisa e trasversale a più discipline, la quale, per stigmatizzare la presenza di tensioni configgenti tra le varie *constituencies* (2) della società

*) Sebbene questo lavoro rappresenti la sintesi di una riflessione comune, devono attribuirsi a Chiara Mosca i parr. (●) e a Andrea Giannelli i parr. (●).

**) Professore aggregato / Ricercatore, dipartimento di studi giuridici, Università L. Bocconi, Milano.

***) Assistant Professor, dipartimento di studi giuridici, Università L. Bocconi, Milano e Research Fellow, Centro "Paolo Baffi" sulle Banche Centrali e sulla Regolamentazione Finanziaria.

1) Il riferimento alla c.d. *modern corporation* è ricavato dal titolo del noto testo di A.A. BERLE JR. – G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, importante per aver delineato con efficacia il modello della società azionaria, in regime di responsabilità limitata, il cui capitale è suddiviso in titoli liberamente trasferibili e detenuti da azionisti dispersi, tendenzialmente privi di incentivi al controllo di amministratori e *manager* ai quali la gestione è delegata.

2) D. KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford, 2009, 299; P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2002, 5 e s.

capitalistica, riconduce al modello del rapporto di agenzia, primo fra tutti, la relazione tra proprietà e gestori ⁽³⁾.

Come è noto, il rapporto tra *principal* (la proprietà, dunque gli azionisti) e *agent* (*manager* e amministratori) è funzionale alla descrizione della difficoltà dei primi nel controllo – o, come più comunemente si dice, nel monitoraggio – dell’attività e dei risultati conseguiti dai secondi. Le regole di *corporate governance* che si inseriscono in questo rapporto intervengono nell’ambito delle modalità di esercizio del potere di gestione (incidendo quindi dal lato della delega agli *agent*, ne sono un esempio le regole di funzionamento del consiglio di amministrazione), nonché quali strumenti in grado di rafforzare il potere degli azionisti (c.d. regole di *self enforcing* ⁽⁴⁾), sviluppandone la capacità di monitoraggio sugli amministratori.

Nell’ambito di questa seconda categoria di regole di *governance*, che più interessano questo lavoro, si colloca la materia dell’informazione societaria, con ciò volendo far riferimento alle informazioni che, *ex lege*, le società devono fornire, *in primis*, ai loro azionisti. Il controllo degli azionisti sui *manager* delegati alla gestione non può prescindere, come intuibile, dalla disponibilità di informazioni sulla cui base valutare l’attività svolta e le prospettive future della stessa, così da poter esercitare in modo consapevole il principale, ancorché non unico, potere di controllo consistente nella nomina e nella revoca degli amministratori ⁽⁵⁾.

L’attualità della materia dell’informazione societaria, al di là delle sue innumerevoli sfaccettature (basti pensare alla distinzione tra informativa periodica, prevalentemente di tipo contabile, informativa continua e straordinaria), è testimoniata, in tempi relativamente recenti, dallo sforzo, anche da parte del legislatore europeo, di migliorare qualità e reperibilità dell’informativa pre-assembleare, quale elemento centrale dell’esercizio consapevole della *voice* degli azionisti (in ultima analisi, quindi, del loro potere di controllo) nel contesto soprattutto della direttiva c.d. *shareholders’ rights* ⁽⁶⁾. Ciò in quanto il controllo degli azionisti, quale fonte di

³⁾ Il diritto societario è stato studiato come fenomeno globale, ovvero come disciplina che pur nelle peculiarità dei sistemi nazionali presenterebbe tratti comuni a più ordinamenti giuridici, da parte di un autorevole gruppo di studiosi in un noto e relativamente recente testo (R. KRAAKMAN-J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES – H. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANKA – E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, First Edition, (●)), la cui prima edizione è stata anche tradotta in italiano (*Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006). In questo testo, le tensioni nell’ambito delle società di maggiori dimensioni e caratterizzate dall’apertura al mercato e dalla proprietà tendenzialmente diffusa, sono ricondotte a tre fondamentali rapporti di agenzia; il primo, come osservato nel testo, tra proprietà (azionisti, “*firm’s owners*”) e *manager* o *director*, il secondo tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza e il terzo tra la società stessa (e il lato proprietario della società) e le sue altre controparti contrattuali, quali creditori, dipendenti e clienti (J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Second Edition, Oxford, 2009, 35 e s.).

⁴⁾ L. ENRIQUES – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Second Edition, Oxford, 2009, 55.

⁵⁾ B. PETTET, *Company Law*, 2001, First edition, 199 e s.; L. ENRIQUES – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Second Edition, Oxford, 2009, 56 e 60 e ss.

⁶⁾ Direttiva 2007/36/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio 11.7.2007 relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in GUUE, 14.7.2007, L 184/17, ove, in particolare, il *recital* 6, sottolinea l’importanza della partecipazione informata alle assemblee della società («Gli azionisti dovrebbero poter votare

miglioramento della *governance* societaria, discende direttamente dall'esercizio consapevole (dunque informato) dei diritti di voto ⁽⁷⁾, nonché, più indirettamente, dalla capacità dei prezzi delle azioni di riflettere tutte le informazioni disponibili, affinché possano attivarsi i meccanismi esogeni di controllo da parte del mercato ⁽⁸⁾.

Le informazioni delle quali si sta discorrendo costituiscono un flusso unilaterale, che la società è tenuta a predisporre a beneficio degli azionisti ma che, nei fatti, costituisce l'informativa destinata, più in generale, al mercato. Si tratta di una materia nella quale l'intervento intenso del legislatore è concentrato su qualità e quantità delle informazioni che, periodicamente o in via continuativa, a seconda della loro natura, devono essere rese pubbliche, al fine specifico di colmare l'inevitabile *gap* informativo tra *insider* (amministratori o *manager*) e azionisti (intesi, per il momento e senza distinzione, quali soggetti non coinvolti nella gestione della società) ⁽⁹⁾.

Dalla prospettiva degli azionisti, essi appaiono dunque titolari di un *diritto* di ricevere le informazioni previste dalla legge, ma – è importante sottolinearlo – questo diritto si manifesta indipendentemente da qualsiasi richiesta o sollecitazione da parte degli stessi; nei fatti, essi ricevono le informazioni al pari di tutti gli altri destinatari, quali ad esempio i potenziali investitori, ancorché a questi ultimi soggetti non sia riconducibile alcun ruolo proprietario. Invero, è il fatto stesso della pubblicità, indifferenziata nei confronti degli azionisti e del mercato, ad allineare e trattare in modo identico i destinatari dell'informazione, escludendo che in relazione alla stessa informazione societaria i soci occupino una posizione sovraordinata ⁽¹⁰⁾.

Conseguenza e corollario di quanto osservato è la conclusione, ampiamente condivisa, che al singolo socio non possa riconoscersi un diritto *individuale* all'informazione societaria, non disponendo, nonostante la sua qualità di socio-proprietario, del diritto di rivolgersi agli amministratori per interrogarli in profondità o nel merito di specifiche questioni ⁽¹¹⁾, né tanto

con cognizione di causa nel corso dell'assemblea, o prima della sua tenuta, indipendentemente dal luogo in cui risiedono. Tutti gli azionisti dovrebbero disporre di tempo sufficiente per esaminare la documentazione che sarà sottoposta all'assemblea e decidere di come far uso dei diritti di voto conferiti dalle loro azioni. A tal fine, l'assemblea dovrebbe essere convocata per tempo e gli azionisti dovrebbero ricevere tutte le informazioni che saranno sottoposte all'assemblea. È opportuno sfruttare le possibilità offerte dalle moderne tecnologie al fine di rendere immediatamente accessibili le informazioni. La presente direttiva presuppone che tutte le società quotate abbiano già un sito Internet»).

7) Ancora, nella direttiva c.d. *shareholders' rights* (nt. 6), si trova chiaramente enunciato l'obiettivo del legislatore europeo: «i detentori di azioni con diritto di voto dovrebbero poter esercitare tali diritti, considerato che questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l'acquisto delle azioni. Inoltre, un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato» (*recital 3*).

8) F.H. EASTERBROOK – D.R. FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 196.

9) A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 2.

10) C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma della società quotata*, Milano, 1998, in particolare 265 e s.; P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 120.

11) A. STAGNO - D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *BBTC*, I, 1999, 315.

meno – il che è in fondo lo stesso – del diritto di ricevere informazioni, in via preferenziale e autonoma rispetto agli altri azionisti, al di fuori dei canali istituzionali previsti per l'informazione al pubblico.

Questa affermazione costituisce il punto di partenza del presente contributo. L'informazione, che è essenziale per la conoscenza e la valutazione degli *agent* in merito all'attività dei *principal*, è riconosciuta, sul piano del diritto europeo, quale strumento di miglioramento della *governance* societaria. Al contempo, ciò che in questa sede interessa sottolineare è che nel modello della società azionaria il diritto all'informazione non rappresenta una prerogativa individuale del socio, il quale pertanto non ha alcun titolo o diritto per rivolgersi agli amministratori, né quindi di stimolare un flusso di conoscenza tra amministratori e singoli soci o categorie di soci.

2. Diritto all'informazione della società controllante (Cenni). – La conclusione raggiunta nel paragrafo precedente torna in discussione nell'ambito della realtà del rapporto tra società controllante e controllata. In effetti, le norme sparse nell'ordinamento societario che presuppongono o prescrivono flussi informativi dalle controllate alla controllante attribuiscono a quest'ultima il diritto di ricevere⁽¹²⁾ e un dovere di richiedere informazioni alle società controllate.

Come si vedrà in maggior dettaglio (cfr. *infra* il successivo n. 9), ci si riferisce, principalmente, alla materia del bilancio consolidato, che prescrive alle imprese controllate di «trasmettere tempestivamente all'impresa controllante le informazioni da questa richieste ai fini della redazione del bilancio consolidato» (art. 43 d.lgs. n. 127/1991), nonché al diritto degli emittenti quotati di impartire «le direttive occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge» e del corrispondente dovere delle controllate di trasmettere «tempestivamente le notizie richieste» (art. 114, comma 2, TUF⁽¹³⁾), ma anche al più generale dovere degli amministratori delegati di riferire in consiglio di amministrazione «sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalle società e dalle sue controllate» (art. 2381, comma 5, c.c.) e quello dei sindaci di «scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale (art. 2403-*bis*, comma 2, c.c.), norme che presuppongono un

¹²⁾ A. BARTALENA, *Art. 180 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della Finanza. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, Milano, 1999, 2010; G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informative al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, 1116.

¹³⁾ P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Vol. 4, Padova, 2004, 361, il quale ritiene che il flusso di comunicazione previsto all'art. 114, comma 2, TUF dalle controllate alle controllanti debba intendersi nei confronti di «qualsiasi obbligo di comunicazione», non essendo tale norma «correlata riduttivamente alle comunicazioni di notizie *price sensitive*».

dialogo tra organi societari che supera la sfera della società che ha conferito l'incarico, dovendosi estendere alle società controllate ⁽¹⁴⁾.

Nell'ambito dei gruppi, la questione giuridica si sposta, pertanto, all'individuazione dei confini, se esistenti, del diritto della società controllante all'informazione, sia esso, cioè, un diritto incondizionato ovvero limitato alle specifiche questioni che sono oggetto di disciplina. In realtà, anche questa ricerca è in parte priva di significato, in quanto ben più realistica appare una ricostruzione del fenomeno che valorizza in termini di opportunità – e non di diritto – per la controllante di dotare la struttura di gruppo di un sistema di flussi informativi, operante in modo pressoché continuo ⁽¹⁵⁾. Il che è in fondo quasi scontato, quando nel consiglio di amministrazione delle controllate siano nominati, come è naturale, amministratori o dipendenti della controllante (a maggior ragione ove la controllante eserciti attività di direzione e coordinamento).

In relazione al problema che è oggetto di questo lavoro – ma anche su questo profilo si tornerà in seguito –, gli spunti che si possono trarre dalla disciplina della direzione e coordinamento sono limitati alla constatazione che la comunicazione tra la società (controllata) e il suo socio (la controllante) rappresenta la più scontata espressione del potere di controllo, potere che non può prescindere, come intuibile dalla disponibilità di informazioni. Non solo, la direzione e coordinamento implica, verosimilmente, una conoscenza ben più approfondita – e, potrebbe dirsi, a flusso continuo – rispetto all'informazione prevista *ex lege* (per esempio, in ambito di bilancio consolidato o al fine della diffusione delle informazioni privilegiate) ma, soprattutto, la comunicazione che si instaura dalla controllata alla controllante discende dal modello di organizzazione del gruppo di imprese piuttosto che da un diritto della controllante ad esigere l'informazione. Il suggerimento che se ne trae è dunque quello di spostare la prospettiva dell'analisi dalla ricerca di un presunto diritto in capo al soggetto che riceve le informazioni (cioè del soggetto che controlla o che sia semplicemente socio), a quella del soggetto (emittente) i cui amministratori, congiuntamente o disgiuntamente (cfr. *infra* il par. 11), decidano di informare selettivamente un socio.

Tuttavia, qui si fermano le similitudini. Le considerazioni che discendono dall'esercizio specifico dell'attività di direzione e coordinamento non possono essere estese al caso generale della comunicazione tra consiglio di amministrazione e singolo socio o gruppi di soci. In particolare, nell'ambito della disciplina del rapporto di controllo societario esistono, come accennato, previsioni normative che legittimano (o addirittura richiedono) la comunicazione al soggetto controllante, spunti che invece, come si dirà più avanti, sono rari e ambigui con riguardo ai soci che siano persone fisiche o soggetti non controllanti.

¹⁴⁾ A. NIUTTA, *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 786 e s.

¹⁵⁾ V. GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005, 3.

3. *L'oggetto dell'indagine: l'esistenza di un dialogo privilegiato tra gli amministratori e (alcuni) azionisti.* – Ciò che la disciplina dei gruppi suggerisce è di spostare l'analisi della questione al piano empirico, ovvero di concentrarsi sul fatto in sé di un dialogo possibile e verosimile tra azionisti e amministratori, ove cioè sia il consiglio di amministrazione o siano singoli amministratori a trasmettere volontariamente informazioni e conoscenze ai soci. Se nell'ambito della realtà dei gruppi la trasmissione di informazioni può trovare un canale formale all'interno dell'organizzazione della quale controllante e controllata fanno parte, assicurando altresì adeguata riservatezza delle informazioni e protezione delle informazioni privilegiate⁽¹⁶⁾, al di fuori di questo fenomeno il dialogo tra gli amministratori e i soci sembra sfuggire all'attenzione della disciplina positiva.

Va detto, a priori, che in principio non si mette in dubbio che gli amministratori possano deliberatamente instaurare un canale di comunicazione verso gli azionisti, che supera e non si esaurisce nell'informativa già prevista *ex lege*⁽¹⁷⁾. Il problema sorge, invece, non appena l'eventuale comunicazione sia rivolta selettivamente a uno o più soci, e non all'intera compagine societaria.

La prassi alla quale si sta facendo riferimento attiene, per esempio, alla consultazione, più o meno su base continuativa, degli amministratori con il socio di controllo, al fine anche di fissare la linea da tenere in sede di consiglio di amministrazione, ovvero di suggerire gli argomenti da sottoporre all'organo di gestione, in ciò includendo anche l'eventualità che al socio sia consegnata la documentazione, di norma strettamente riservata (ove non anche integrante informazioni privilegiate *ex art. 181 TUF*), distribuita ai consiglieri prima della riunione⁽¹⁸⁾.

Di questa consuetudine si trova testimonianza nell'ambito dei patti parasociali c.d. di gestione i quali, ancorché con una formula che si limita ad esprimere un auspicio, prevedono solitamente che la coalizione di controllo eserciti ogni sforzo per instaurare un proficuo dialogo con gli amministratori. Si tratta, a ben vedere, di una semplice manifestazione di intenti da parte dei partecipanti al patto, il cui risultato resta incerto in quanto non dipende strettamente dal comportamento dei paciscenti. Tuttavia, i patti di gestione, pur nella varietà delle clausole possibili, esprimono l'aspettativa dei soggetti controllanti, i quali, avendo verosimilmente determinato la nomina di uno o più amministratori, da costoro si attendono un dialogo continuo e un coinvolgimento che non sarebbe invece alla portata degli altri soci⁽¹⁹⁾.

¹⁶⁾ F. ANNUNZIATA, *Informazione societarie e organizzazione d'impresa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 6.

¹⁷⁾ U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *BBTC*, I, 2008, 67.

¹⁸⁾ B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 105 il quale, in relazione al dibattito assembleare sul bilancio annuale, affermava che in quella sede il socio di controllo «già sa», si v. anche p. 88.

¹⁹⁾ M. PRATELLI, *Problemi in tema di "sindacati di gestione"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 112 ss.; A ROSA, *Patti parasociali e gestione delle banche*, Milano, 2010, 129, 133 e 414; G. SBISÀ, *Patti parasociali e responsabilità degli amministratori*, in *Contr. e impr.*, 1996, 447 ss.

Il tema del dialogo tra tutti o alcuni degli amministratori che compongono il consiglio di amministrazione e il socio o i soci di controllo è affrontato solo indirettamente nell'ambito degli studi teorici. Tornando ancora una volta alla relazione tra *principal* (azionisti) e *agent* (amministratori e *manager*), viene individuato un secondo conflitto rilevante nell'ambito delle tensioni di *governance*, ossia quello tra soci di maggioranza o di controllo e altri soci (di minoranza) ⁽²⁰⁾. In questo ambito, il tema dell'estrazione dei benefici privati del controllo da parte del soggetto controllante implica una supremazia, soprattutto, informativa, acquisita da un osservatorio privilegiato, circa lo sfruttamento delle opportunità offerte dal controllo delle società ⁽²¹⁾.

Il nostro lavoro vorrebbe invece soffermarsi ad un momento precedente rispetto a quello in cui il soggetto controllante si ingerisca nella gestione, in ciò facilitato da un consiglio di amministrazione "compiacente" che sostanzialmente rimetta, in tutto o in parte all'esterno, le decisioni gestorie. Di questo fenomeno ci interessa solo il comportamento degli amministratori che, esternamente del consiglio, comunicano al socio informazioni societarie, non ancora pubbliche e non messe a disposizione né degli altri soci, né tantomeno del mercato.

Se, come anticipato, si vuole studiare questo fenomeno dalla prospettiva degli amministratori (e non più da quella di un eventuale diritto del socio ad essere informato), si deve essere consapevoli delle difficoltà insite nella necessità di scegliere una o l'altra delle tra contrapposte conclusioni possibili.

Secondo la prima, il dialogo e la vicinanza tra amministratori e taluni soci sarebbe illegittimo in quanto distorce il tipico e più trasparente *agency problem* tra *owner* (azionisti) e *manager* (amministratori) e amplifica le difficoltà dei soci di minoranza i quali, già scarsamente attrezzati per esercitare funzioni di monitoraggio, lo sono ancora di più con riguardo alla relazione più ambigua tra amministratori e azionisti di controllo. Dalla parte di questa conclusione più intransigente milita una lettura estensiva del principio di parità di trattamento, unitamente al dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale, da intendersi come interesse della compagine sociale tutta, collettivamente intesa; argomenti che porterebbero ad affermare una violazione dei doveri fiduciari ⁽²²⁾ di quegli amministratori che

²⁰⁾ J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, nt. 3.

²¹⁾ A. M. PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, in *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 131/2009*, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=1448164>, il quale ipotizza equivalente, rispetto alla possibilità di estrarre benefici private del controllo, la posizione di *corporate manager* o *controlling shareholder* (definiti entrambi quali *corporate controller*); N. MOLONEY, *Securities Regulation*, Second edition, Oxford, 2008, 962.

²²⁾ C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e Impr.*, 2007, 216 e 219. La nozione di dovere fiduciario è tratta dalla letteratura angloamericana. In particolare, il *Companies Act 2006* alla *Section 172*, paragraph 1 prevede che gli amministratori debbano promuovere il successo della società «*for the benefit of its members as a whole*» e che nello svolgere questa attività essi debbano tenere in considerazione «*the need to act fairly as between members of the company*», in materia si rimanda a A. DIGNAM & J. LOWRY, *Company Law*⁵, Oxford, 2009, 302; ciò che interessa particolarmente del dibattito UK è l'affermazione che ciascun amministratore individualmente deve improntare il suo comportamento ai doveri fiduciari nei confronti della società P. DAVIES, *Principles of Modern Company Law*⁸, Oxford, 2008, 496 e 1088. Da qui il successivo passaggio attiene alla definizione dell'interesse

abbiano instaurato un dialogo individuale con il socio ⁽²³⁾; in particolare, con quel socio (o gruppo di soci) che ne ha determinato la nomina e al quale l'amministratore si considera, in qualche misura, legato.

La seconda conclusione sarebbe invece maggiormente permissiva circa la trasmissione di informazioni da un amministratore a un socio. Il fenomeno si limita, a ben vedere, a fotografare un dato di fatto ⁽²⁴⁾, espressione di una prassi ineliminabile, forse discutibile ma non in sé illegittima, che avvicina, come è naturale, l'amministratore al socio di controllo. Piuttosto che bandire tale prassi, la funzione del diritto societario dovrebbe essere, più realisticamente, quella di individuare un canale di emersione di questo comportamento nell'ambito dell'organizzazione consiliare, nel rispetto dei principi giuridici e delle tutele imposte dall'ordinamento. Non è infatti da escludere che la repressione potrebbe risultare la scelta meno efficiente, soprattutto ove le decisioni imprenditoriali dell'amministratore possano trarre beneficio dallo scambio di opinioni e dall'attività di indirizzo del socio di controllo.

In fondo, il rapporto tra *agent* (amministratori e *manager*) e *principal* (azionisti) viene tradizionalmente declinato, nel caso di società che presentano un azionariato concentrato, in relazione al rapporto tra minoranza e maggioranza, riconoscendo che il problema si sposta al monitoraggio dei primi sui secondi, ai quali le scelte di gestione sono da ultimo riconducibili. Come dire che il problema non cambia nella sostanza, ma se ne modifica l'impostazione: sono gli azionisti di minoranza a dover controllare la maggioranza, la quale è così vicina agli amministratori (o a taluni tra essi), da potersi quasi identificare con essi ⁽²⁵⁾.

Il nostro scritto, come forse si intuisce, concluderà, pur nei limiti che verranno delineati, nel senso di ammettere la comunicazione tra amministratori e soci di controllo, almeno nella misura in cui la comunicazione selettiva di informazioni non pregiudichi la posizione degli altri soci, né il funzionamento del mercato. A tal fine dovranno essere rispettati, anche da parte del socio che abbia ricevuto le informazioni in questione, i presidi previsti dalla legge a tutela della riservatezza e del non utilizzo delle informazioni. In altri termini sarebbe irrealistico e inverosimile negare agli amministratori la possibilità di dialogare, anche a fondo e fornendo informazioni specifiche, con il socio di controllo, mentre più concreta e percorribile si presenta la ricerca delle modalità tecniche in base alle quali questa trasmissione possa ritenersi consentita. Peraltro – come si vedrà in seguito (in particolare *infra* nei parr. 11

della società: da intendersi, secondo l'opinione dominante, come interesse della collettività degli azionisti, in ciò comprendendo sia gli azionisti presenti, sia quelli futuri, affermazione quest'ultima sulla quale, soprattutto nel mondo anglosassone, si è concentrato un ampio dibattito; D. KERSHAW (nt. 2), 325 ss.. Per più ampi riferimenti si rimanda a G.FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari*, M. Bianchini – C. Di Noia (a cura di), Milano, 2010, 60 ss.; A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Padova, 2010, 200 ss. e in particolare alla nt. 81.

²³⁾ A. BARTALENA, *Art. 180 TUF*, cit., 2005.

²⁴⁾ A. TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2007, 448 e 450.

²⁵⁾ B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nei rapporti tra azionisti e società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2001, 110, si spingeva ad affermare che «nell'assemblea il dialogo è – normativamente – fra azionisti e amministratori. Nulla impedisce peraltro di disciplinare il dibattito fra azionisti di minoranza e azionisti di controllo, senza ipocriti veli su chi questi ultimi siano, o quantomeno domande cui gli azionisti di controllo siano tenuti a rispondere».

e 12) – almeno in alcuni casi si dovrà necessariamente giungere alla conclusione opposta, nel senso di escludere la possibilità di comunicazione selettiva tra amministratori e soci (siano o meno soci di controllo), vuoi perché, anche alla luce dell’interesse sociale, non sia in concreto rinvenibile un motivo che giustifichi il trattamento preferenziale di alcuni soci, vuoi perché in alcuni casi, a prescindere da ogni presidio procedurale, la mera conoscenza dell’informazione privilegiata da parte di un socio può pregiudicare la posizione degli altri azionisti ed il funzionamento del mercato.

4. *Le più recenti evoluzioni della materia del dialogo con i soci nell’ambito del dibattito europeo sulla corporate governance.* – Il tema del dialogo tra amministratori e soci affiora solo incidentalmente, come tema autonomo ed esplicito, negli studi in materia di *corporate governance* degli ultimi anni (26). Al contempo, in tempi recenti, spunti significativi in relazione al coinvolgimento degli azionisti in un dialogo informale e continuo con gli amministratori si trovano nel dibattito sviluppato in ambito europeo (27). In tale contesto, il tema è affrontato da una prospettiva che oltrepassa i confini dei diritti dei soci, ponendosi invece nell’ottica dell’opportunità di consentire e incentivare gli azionisti all’avvio e alla prosecuzione di un dialogo con il *board*, nell’ambito delle generali prerogative di *monitoring* sull’operato degli amministratori.

Il dibattito vivace soprattutto nel Regno Unito alla luce dello sviluppo, seppur nel quadro specifico degli orientamenti del *Takeover Panel* (28), dunque in materia di obbligo di offerta pubblica di acquisto, della nozione di *board control-seeking*, tali dovendosi qualificare le deliberazioni di nomina di un consiglio di amministrazione o di taluni membri dello stesso, nei confronti dei quali, in virtù delle relazioni pregresse degli azionisti con i soggetti nominati, sia verosimile prevedere che i primi siano in grado di indirizzare l’attività dei secondi. Il che va addirittura oltre il fenomeno di nostro interesse limitato al dialogo con gli amministratori, ponendosi nella prospettiva di una significativa influenza dei soci sull’attività del *board*. Al riguardo, il *Takeover Panel*, nell’affermare con chiarezza che non deve considerarsi *board control-seeking* la sola «*discussion between shareholders about possible issues which might be raised with a company’s board*», conferma, senza alcun imbarazzo, che il dialogo in questione costituisca una prassi, senza peraltro assumere una posizione né critica, né incerta con riguardo alla sua legittimità.

Sempre dal dibattito anglosassone in materia di *governance*, il recente *Stewardship Code* si propone espressamente lo sviluppo di un dialogo costante tra azionisti (in particolare

²⁶⁾ Un riconoscimento di tale dialogo si trova, nel nostro ordinamento, nell’ultima edizione del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate, approvato dal Comitato per la Corporate Governance nel dicembre 2011. Nel commento all’art. 1 del Codice, dopo aver ribadito che «le decisioni di ciascun amministratore sono autonome nella misura in cui egli assume le proprie scelte con libero apprezzamento, nell’interesse dell’emittente e della generalità degli azionisti», si riconosce altresì che le scelte gestionali degli amministratori possano essere « preventivamente vagliate, indirizzate o comunque influenzate, nei limiti e nel rispetto delle norme di legge applicabili, da chi esercita attività di direzione e coordinamento o dai soggetti che partecipano a un patto di sindacato» (corsivo aggiunto).

²⁷⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper. The EU corporate governance framework*, Brussels 5.4.2011, COM 2011, 164 (final), § 2.1., p. 11.

²⁸⁾ The Takeover Panel, Practice Statement No. 26 on Shareholder Activism, 9 September 2009.

investitori istituzionali) nella forma di un «*purposeful dialogue on strategy, performance and the management of risk, as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*» (29).

Il tema specifico della comunicazione delle informazioni privilegiate non è trascurato. Si prevede espressamente che «*Institutional investors may not wish to be made insiders. They will expect investee companies and their advisors to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their agreement*» (30). Ciò in quanto la comunicazione ne limiterebbe la libertà di *trading* sulle azioni dell'emittente quotato.

Questi spunti consentono di tratteggiare ulteriormente la strada che ci si propone di percorrere. In particolare, la materia del dialogo tra amministratori e soci si pone in termini diversi a seconda della “qualità” del socio nel ruolo di interlocutore privilegiato degli amministratori.

Gli sviluppi europei pongono, infatti, in luce l'opportunità di un dialogo del *board* con gli investitori istituzionali o con i soci rilevanti (ma non controllanti) per i quali l'accesso ad un canale diretto di comunicazione con gli amministratori si ritiene possa consentire un più efficace esercizio dei poteri di monitoraggio (31) in un'ottica c.d. di *long-termism*. Da questo punto di vista, il dialogo, ancorché preferenziale e non necessariamente ispirato alla parità di trattamento tra investitori, troverebbe un'implicita legittimazione nell'ambito del perseguimento dell'interesse sociale, ove si dia per scontato che il monitoraggio sia concretamente esercitato, quale stimolo al miglioramento complessivo della *governance* societaria (32).

Al contrario, il dialogo – forse più scontato nei fatti, ma dalle complesse implicazioni giuridiche – tra amministratori e socio di controllo merita un inquadramento e forse una soluzione diversa. Questo rapporto, dal quale il presente lavoro prende le mosse, accentua, come visto, i problemi di agenzia tra maggioranza e minoranza. Al contempo, tuttavia, il dialogo con il socio di controllo potrebbe trovare, a sua volta, una giustificazione; in particolare ove si ritenga che il suo coinvolgimento e l'approvazione preventiva possano contribuire ad imprimere continuità nella gestione, ed ad evitare conflittualità nelle scelte manageriali (33).

5. I contenuti del dialogo tra amministratori e soci: “semplici” informazioni o informazioni privilegiate. - In astratto, il dialogo che ci proponiamo di esaminare potrebbe avere ad oggetto qualsiasi tipo di materia, che, con grado variabile di approfondimento o in via anticipata rispetto ai tempi della comunicazione al pubblico, viene trasmessa dagli amministratori ai soci. È subito evidente come la trasmissione di informazioni interne, quindi attinenti alla

29) FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, July 2010, Preface.

30) FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, July 2010, Principle 3.

31) A. BARTALENA, *Art. 180 TUF*, cit., 2005; R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I,315.

32) E. MACRÌ, *Informazione privilegiata e disclosure*, cit., 36 e s.

33) G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informative al mercato*, cit., 1122.

sfera societaria, verso l'esterno, cioè nei confronti di un particolare azionista, ma al di fuori dei canali istituzionali dell'informativa societaria, presenti dei profili di criticità soprattutto quando informazioni siano particolarmente significative al fine della conoscenza dell'andamento della società e delle sue prospettive; siano, in altre parole, essenziali per la valutazione dell'investimento nella società stessa alla quale ciascun investitore è potenzialmente interessato.

L'attenzione volge subito alle informazioni privilegiate ⁽³⁴⁾, definite dell'art. 181 TUF, ossia informazioni connotate da un carattere preciso, non ancora pubbliche che se rese pubbliche sono idonee a determinare una sensibile alterazione del prezzo di mercato.

Come noto, la definizione di informazioni privilegiate direttamente attinenti all'emittente o ai suoi strumenti finanziari ⁽³⁵⁾, contenuta all'art. 181 TUF, è richiamata sia dall'art. 114, comma 1, TUF in materia di obblighi di comunicazione continua, sia dagli artt. 184 e 187-*bis* TUF in tema di abuso delle informazioni privilegiate.

Per un verso, si prescrive che le informazioni privilegiate siano oggetto di *disclosure* senza indugio al mercato; per altro verso, le stesse non possono essere utilizzate da chi ne sia in possesso, per lo meno fino al momento in cui l'informazione non assuma carattere pubblico, il che avviene, di norma, con gli adempimenti di pubblicità previsti dalla disciplina dell'informazione continua.

Non si può fare a meno di rilevare come l'utilizzo della medesima definizione di informazione privilegiata ai sensi dell'una e dell'altra disciplina presenti un'incoerenza di fondo. Se da un lato, infatti, l'informazione deve essere comunicata al mercato non appena assume le caratteristiche previste all'art. 181 TUF, non appena cioè essa sia qualificabile quale informazione privilegiata, d'altro lato non si vede come di questa informazione – ormai pubblica – si potrebbe abusare. Certo, vi può essere uno scarto temporale tra l'individuazione di un'informazione privilegiata all'interno della società, la predisposizione materiale del comunicato stampa e la sua diffusione – potendosi verificare, in effetti, un utilizzo abusivo di informazioni privilegiate prima che il mercato abbia concretamente recepito l'informazione ⁽³⁶⁾ – ma non sembra potersi dubitare che la disciplina – penale e amministrativa – dell'abuso di informazioni privilegiate sia volta a disciplinare un fenomeno potenzialmente di ben più ampia portata.

In un'ottica di sistema, l'art. 114, comma 1, TUF e l'art. 184 TUF rispondono alla stessa finalità ⁽³⁷⁾. La prima norma prevede la comunicazione senza *indugio* da parte dell'emittente

³⁴⁾ S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, BBTC, 2008, I, 333: «conviene evidenziare fin d'ora che il concetto di informazione del quale si discute viene specificato con l'attributo "privilegiata" allo scopo di selezionare, fra tutte le conoscenze ancora riservate, quelle aventi una particolare importanza per gli investitori, perché in grado di influenzare le loro decisioni di investimento».

³⁵⁾ Si vedano le *guidelines* CESR/06-562b del luglio 2007, in particolare il par. 1.15.

³⁶⁾ G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 53; E. MACRÌ, *Informazione privilegiata e disclosure*, Torino, 2010, 61.

³⁷⁾ E. PEDERZINI, *Art. 114. – Comunicazioni al pubblico*, in *La disciplina degli abusi di mercato (l. 18 aprile 2005, n. 62)*, a cura di E. Pederzini, in *Nuove leggi civili commentate*, 2007, 978; P. MARCHETTI, *Profili privatistici dell'insider*

delle informazioni che lo riguardano. Ai sensi di questa disciplina, quando un'informazione acquista le caratteristiche che consentono di qualificarla come privilegiata *ex art.* 181 TUF, la sua dimensione diviene esterna alla società. In principio, in ragione della natura privilegiata, l'informazione è immediatamente destinata al mercato, al fine di integrare la conoscenza e di contribuire al processo di *price discovery*. Come dire, ancora, che l'informazione nasce come informazione (privilegiata) di dominio pubblico ⁽³⁸⁾ – mentre sull'emittente graverebbe solo l'obbligo di realizzarne concretamente la *disclosure* –, nell'illusione di creare una condizione di informazione simmetricamente distribuita tra *insider* (per esempio, amministratori) e *outsider* (investitori e mercato).

Al contempo, gli artt. 184 e 187-*bis* TUF – che prevedono, rispettivamente, la sanzione penale e amministrativa per la fattispecie di abuso dell'informazione privilegiata – muovono nella stessa direzione, in quanto introducono una repressione severa in caso di sfruttamento di un vantaggio informativo da parte degli *insider*.

È chiaro che, nel contesto descritto, la comunicazione *senza indugio* al mercato costituisce la misura più efficace al fine di precludere opportunità di abuso delle informazioni privilegiate, le quali acquisteranno rapidamente adeguata divulgazione, sì da eliminare in radice la presenza di un vantaggio informativo e dunque l'opportunità di sfruttamento ⁽³⁹⁾.

In realtà, il problema delle opportunità di abuso delle informazioni privilegiate e la conseguente esigenza di predisporre un adeguato sistema sanzionatorio è suscettibile di trovare applicazione in relazione ad uno spettro più ampio di situazioni.

Invero, una distinzione tra informazione privilegiata ai fini della *disclosure* al mercato e informazione al fine del divieto di abuso può essere tracciata, anzi forse merita di esserlo ⁽⁴⁰⁾. In questa direzione, si è mossa ormai da tempo, la Consob nell'ambito delle norme regolamentari in materia di comunicazione al pubblico, con un intervento che attribuisce una duplice valenza alla definizione di informazione privilegiata dettata, in modo unitario, dalla direttiva *Market Abuse* e recepita nel TUF ⁽⁴¹⁾.

In particolare, l'art. 66 del Regolamento emittenti prevede che l'obbligo di comunicare al pubblico ai sensi dell'art. 114 TUF sussiste «al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati».

Diversamente, secondo l'art. 181, comma 3, lett. a), TUF l'informazione può essere considerata “precisa” se «si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà».

trading, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. “L'insider trading”*, a cura di C. Rabitti-Bedogni, Milano, 1992, 148 (v. alla nt. ●).

³⁸⁾ C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e Impr.*, 2007, 221 e s.

³⁹⁾ G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 64; A.F. TRIPODI, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico ex art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 328.

⁴⁰⁾ E. PEDERZINI, *Art. 114. – Comunicazioni al pubblico*, cit., 980.

⁴¹⁾ C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, cit., 186 e s.; S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, cit., 260.

Come in fondo appare ragionevole nell’ottica di bilanciare, da un lato, l’esigenza di affidabilità e di certezza delle informazioni pubbliche e, d’altro lato, di tutela delle informazioni privilegiate (non ancora pubbliche), si riscontra una differente ampiezza della relativa nozione⁽⁴²⁾. In particolare, l’obbligo di *disclosure* al mercato trova applicazione con attinenza a “circostanze o eventi *verificati*”; al contrario, la repressione degli abusi include anche lo sfruttamento di informazioni circa eventi o circostanze che “è ragionevole prevedere *che si verificheranno*”⁽⁴³⁾. Il che impone, come si dirà, la predisposizione di presidi interni alla struttura societaria⁽⁴⁴⁾ per la gestione delle informazioni relative ad eventi o circostanze che – ragionevolmente – verranno ad esistenza, ma che, fino a quel momento, sono soggetti ad un obbligo di riservatezza e di non divulgazione a terzi (art. 114, comma 4, TUF).

La protezione offerta dal sistema giuridico e lo sforzo volto a realizzare una distribuzione tendenzialmente simmetrica delle informazioni tra c.d. *insider* e mercato riguarda esclusivamente le informazioni privilegiate come definite dall’art. 181 TUF. Il presupposto della scelta operata dal legislatore risiede nell’importanza di queste informazioni per il funzionamento del mercato, in quanto esse orientano domanda e offerta di strumenti finanziari e stimolano il meccanismo di formazione dei prezzi di mercato.

Al contempo, informazioni diverse – prive della natura “privilegiata” –, pur potenzialmente dotate di una carica informativa di interesse per il mercato (come testimoniato dalla disciplina c.d. dell’*internal dealing*, di cui *infra sub* par. 13), sono oggetto, solo in via mediata ed eventuale, di attenzione da parte della disciplina dei mercati finanziari. Sarebbe d’altra parte irrealistico prevedere un flusso informativo continuo in relazione all’intero bagaglio di conoscenza attinente alla sfera societaria.

6. (Segue) Il “divenire” delle informazioni privilegiate. – Il proposito di studiare le implicazioni della comunicazione volontaria, selettiva e preferenziale, dagli amministratori verso un socio, richiede uno sforzo per delineare il contenuto delle informazioni interessate. Si tratterà, in particolare, di notizie attinenti ad eventi o circostanze che, nel momento in cui vengono comunicate, è ragionevole prevedere che si verificheranno o verranno ad esistenza⁽⁴⁵⁾. Esse, pertanto, non sono ancora pubbliche e, qualora siano sufficientemente specifiche e presentino il carattere della *price sensitiveness*, configurano un’informazione privilegiata *ex art.* 181 TUF.

Il verificarsi di questi eventi o circostanze impone, come detto, la comunicazione al pubblico senza indugio dell’informazione privilegiata. Il periodo che precede questo momento,

⁴²⁾ [Proposta revisione MAD. Cfr. articolo 6, paragrafo 1, lettera e) e articolo 12 paragrafo 3].

⁴³⁾ A.F. TRIPODI, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico ex art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 330.

⁴⁴⁾ G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziaria (e non solo)*, *BBTC*, 2010, I, 137 ss.; E. MACRÌ, *Informazione privilegiata e disclosure*, cit., 39 ss.

⁴⁵⁾ In tema di carattere preciso dell’informazione e prevedibilità di un evento ai fini dell’applicazione della disciplina *ex art.* 181 TUF, si veda ASSONIME, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, circolare n. 48/2006, 8 s.

durante il quale, verosimilmente, l'evento o la circostanza si sia andato delineando nelle sue caratteristiche essenziali, presenta invece contorni più sfumati. Individuare con precisione l'istante a partire dal quale un'attività programmata (nella forma, per esempio, di un accordo delineato, di un'operazione progettata o di una strategia intrapresa) possa considerarsi ragionevolmente prevedibile – dunque, se non ancora del tutto sicura, per lo meno attesa con un elevato grado di probabilità – costituisce una riflessione talvolta complessa ma fondamentale al fine di precludere la circolazione impropria delle informazioni privilegiate.

Viene posto infatti a carico dell'emittente il dovere di garantire la riservatezza delle informazioni privilegiate. In particolare, fino al momento della comunicazione al pubblico, l'emittente o chi agisce per suo nome o per suo conto può consentire la circolazione delle informazioni privilegiate verso terzi solo «nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» (artt. 114, comma 4 e 184, comma 1, TUF), a condizione che siano soggetti a un «obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale» (art. 114, comma 4, TUF) ⁽⁴⁶⁾. È previsto, inoltre, l'obbligo per l'emittente di compilare i «registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate» e di tenerli costantemente aggiornati (art. 115-*bis* TUF). Questo adempimento consente di tracciare il percorso seguito dall'informazione, al fine sia di semplificare *ex post* la ricostruzione dei soggetti *insider*, sia di sensibilizzare *ex ante* i soggetti informati in merito al divieto di sfruttamento ⁽⁴⁷⁾.

Il momento in cui sorge l'obbligo di comunicare un'informazione privilegiata *ex art.* 114 TUF non può prescindere, secondo un'opinione che merita di esse condivisa, dall'assunzione da parte della società della delibera dell'organo competente ⁽⁴⁸⁾. In altri termini, un evento non potrà considerarsi realizzato finché la volontà della società non sia stata espressa, il che richiederà, a seconda dei casi, una delibera dell'assemblea degli azionisti o una decisione dell'organo amministrativo.

Tuttavia, già prima di questo momento potrebbe essere sorto il divieto di comunicazione a terzi, quando la mera possibilità per questi eventi di realizzarsi si trasformati in ragionevole prevedibilità (connotandosi di un più elevato grado di probabilità di realizzazione), ancorché sia difficile immaginare, in un ipotetico asse temporale continuo, un criterio aprioristico che

⁴⁶⁾ C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, cit., ♦ nt. 42; E. MACRÌ, *Informazione privilegiata e disclosure*, cit., 92 e 96; ASSONIME, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, cit., 16.

⁴⁷⁾ N. MOLONEY, *Securities Regulation*, Second edition, cit., 978.

⁴⁸⁾ P. SFAMENI, *Art. 114 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della Finanza. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, Milano, 1999, 531 s.; G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informative al mercato*, cit., 1113 ss.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, cit., 347 e 350 e s. In questo senso anche ASSONIME, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, cit., 17: “Poiché l'informazione deve riguardare direttamente l'emittente, un evento ‘verificato’ si potrà avere solo al termine di un processo decisionale o di accertamento interno alla società da parte dell'organo o dell'ufficio competente (a norma di legge o di statuto, ma anche di regolamenti interni e procedure aziendali)”. *Contra*, R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il Mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Vol. VIII, Padova, 2004, 202 s.

sancisca l'esistenza di un'informazione privilegiata ⁽⁴⁹⁾. Per esempio, è in funzione dell'evoluzione del processo decisionale interno, dell'esito di un'operazione studiata o dell'andamento delle trattative condotte, che un'informazione acquista precisione, in termini di specificità e ragionevole prevedibilità (art. 181, comma 3, TUF) ⁽⁵⁰⁾.

In realtà, in talune circostanze, la natura di informazione privilegiata potrebbe scaturire proprio dal dialogo con uno o più soci; in particolare, qualora l'orientamento del consiglio di amministrazione ovvero l'approvazione dell'operazione risenta, formalmente o informalmente, della posizione dei soci che gli amministratori abbiano scelto di consultare. In tali casi, i soci non sono soltanto destinatari di informazioni (potenzialmente) privilegiate, ma partecipano per così dire attivamente alla genesi delle informazioni privilegiate stesse.

Per chiarire si possono proporre alcuni esempi.

Si immagini un'operazione che per essere portata a compimento richieda l'approvazione dell'assemblea degli azionisti. È sensato aspettarsi che in questa situazione il consiglio di amministrazione decida di consultare il socio di controllo e di procedere alla convocazione dell'assemblea solo una volta venuto a conoscenza dell'appoggio da parte del socio ⁽⁵¹⁾. Di conseguenza, ancor prima della convocazione, l'informazione avrà assunto natura privilegiata, in quanto sottintende un evento che è ragionevole prevedere che troverà realizzazione.

Se questo esempio è forse ingenuo in presenza di un soggetto controllante, capace da solo di determinare l'esito della deliberazione, lo è meno qualora l'appoggio venga richiesto da parte degli amministratori a più di un azionista rilevante. La situazione qui si complica perché il singolo socio dispone solo di informazioni relative all'operazione (che in sé potrebbe già costituire informazione privilegiata, soprattutto se risultante all'esito di trattative) e non degli elementi necessari a valutarne la prevedibile realizzazione (ovviamente se tenuto all'oscuro delle posizioni manifestate dagli altri soci), che invece saranno disponibili solo agli amministratori. Costoro avranno il compito, pertanto, di gestire con la massima riservatezza la trasmissione dell'informazione.

7. I soggetti obbligati ad effettuare la comunicazione al pubblico: emittenti e soggetti controllanti (art. 114, comma 1, TUF). – L'obbligo di comunicare *senza indugio* le informazioni privilegiate, teso ad avvicinare la situazione reale a quella di un'ipotetica parità (o simmetria) informativa

⁴⁹⁾ A.F. TRIPODI, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico ex art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 325 e s.

⁵⁰⁾ Così S. SEMINARA (nt. 26), 349: «è possibile che l'insider societario alla luce della sua posizione in seno all'emittente o dei suoi personali rapporti con i componenti dell'organo di gestione, sia in grado di ritenere altamente probabile un evento che, sulla base delle conoscenze oggettivamente disponibili o divulgabili, nella prospettiva dell'ente appare ancora contrassegnato da rilevanti margini di incertezza. Onde una medesima conoscenza può, allo stesso tempo, non costituire ancora oggetto di una doverosa informazione al pubblico e integrare invece, ove utilizzata, una violazione degli art. 184 e 187-bis t.u.f.».

⁵¹⁾ Sulla legittimità di questa prassi (e senza incertezze): G. ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informative al mercato*, cit., 1117.

assoluta tra *insider* e investitori terzi, è previsto dall'art. 114, comma 1, TUF in capo agli «emittenti quotati e i soggetti che li controllano».

Il riferimento ai *soggetti che li controllano* – peraltro assente nell'art. 9 della direttiva *Market Abuse* ⁽⁵²⁾ - è fonte di una notevole ambiguità anche in relazione al tema oggetto di questo scritto.

Non può sottacersi infatti che il riferimento ai *soggetti* controllanti letteralmente inteso potrebbe includere la società controllante, quanto un ente diverso, ivi incluso un controllante persona fisica (ove sussista una relazione di controllo ai sensi dell'art. 93 TUF) ⁽⁵³⁾.

Da notare, anche se non risolutivo al riguardo, è l'art. 193, comma 1, TUF che, nel dettare le sanzioni per inadempimento degli obblighi di comunicazione *ex art.* 114, 114-*bis* e 115, 154 e 154-*bis* TUF, prevede che «se le comunicazioni sono dovute da una *persona fisica*, in caso di violazione la sanzione si applica nei confronti di quest'ultima» ⁽⁵⁴⁾. Non è risolutivo perché, l'art. 115 richiamato prevede che la Consob possa richiedere comunicazioni anche ai «soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 o che partecipano ad un patto previsto dall'art. 122». In altri termini, la “*persona fisica*” potrebbe essere inadempiente rispetto agli obblighi di comunicazione alla Consob su specifica richiesta di quest'ultima, ancorché non soggetta all'obbligo di comunicazioni continua dell'art. 114, comma 1, TUF.

La ricostruzione della tipologia delle comunicazioni richieste al soggetto controllante deve prendere le mosse dall'assenza in capo all'emittente di un dovere di comunicare al «soggetto controllante» le informazioni privilegiate, né – come detto – di un diritto generale del soggetto controllante di richiedere queste informazioni (al di fuori delle ipotesi di controllo strettamente societario di cui *infra* par.10).

Per chiarire meglio la portata della norma, alla luce anche dell'interpretazione che ne è stata data dalla Consob ⁽⁵⁵⁾, si deve ricordare che la formulazione originaria dell'art. 114, comma 1, TUF prevedeva che «gli emittenti e i soggetti controllanti» informassero il pubblico «dei fatti che accadono nella *loro sfera* di attività» ⁽⁵⁶⁾.

L'interpretazione che veniva correttamente data di questa norma ⁽⁵⁷⁾ attribuiva al soggetto controllante il dovere di comunicare le informazioni attinenti alla *propria* sfera di attività ma, ciò nonostante, idonee ad incidere sul prezzo dei titoli dell'emittente. Non si attribuiva, dunque, per questa via, un obbligo al soggetto controllante di interessarsi – non avendone appunto, né poteri, né diritti – della sfera di attività dell'emittente, bensì esclusivamente della propria in relazione agli effetti che si potevano riflettere e influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

Nella versione vigente, l'obbligo di comunicare le «informazioni privilegiate di cui all'art. 181», consistenti, come noto, nelle informazioni concernenti «direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari, o uno o più strumenti finanziari» potrebbero

⁵²⁾ Nt. ●

⁵³⁾ Costi – Enriques, 197; Sfameni, 563 ma – si noti – opinioni espresse prima del nuovo 114 tuf.

⁵⁴⁾ Corsivo aggiunto.

⁵⁵⁾ CONSOB, Comunicazione n. DME/6027054 del 28-3-2006, 4, par. 20-23.

⁵⁶⁾ Corsivo aggiunto.

⁵⁷⁾ COSTI – ENRIQUES, 201; P. SFAMENI, *Art. 114*, in ..., 564.

suggerire che il soggetto controllante si sottoposto all'obbligo di comunicare informazioni attinenti all'emittente.

Secondo l'opinione che merita di essere ancora condivisa, in linea con l'impostazione previgente, «con riferimento ai controllanti, le informazioni rilevanti sono quelle relative ad eventi o complessi di circostanze, riguardanti operazioni decise dagli stessi soggetti, direttamente idonee, alla luce delle circostanze concrete, ad influenzare il prezzo dei titoli quotati della controllata»⁽⁵⁸⁾.

[DA COMPLETARE]

8. L'inclusione dei soci tra gli insider primari nella disciplina degli abusi di mercato. – Come noto, la disciplina degli abusi di mercato distingue tra *insider* c.d. primari ed *insider* c.d. secondari. Della prima categoria – individuata negli artt. 184, comma 1, e 187-bis, comma 1, TUF, e soggetta a sanzioni sia penali sia amministrative – fanno parte tutti coloro per i quali sussista un nesso funzionale tra l'attività concretamente esercitata e l'apprendimento di informazioni privilegiate⁽⁵⁹⁾. Tra essi viene espressamente incluso anche chi sia in possesso di informazioni privilegiate “*in ragione della partecipazione al capitale dell'emittente*”. L'inclusione dei soci nel novero degli *insider* primari sollecita una serie di riflessioni e approfondimenti con riguardo allo scambio di informazioni tra amministratori ed azionisti della quotata.

Occorre innanzitutto osservare che, nel riferirsi ai partecipanti al capitale, il legislatore non distingue tra soci di controllo e soci di minoranza dell'emittente⁽⁶⁰⁾. Qualunque socio, quindi, se in possesso di informazioni privilegiate, assume lo status di *insider* primario (e, per l'effetto, è assoggettato a sanzioni anche penali in caso di abusi di mercato), a prescindere dall'entità della partecipazione detenuta.

In concreto, peraltro, poiché si stabilisce un rapporto di *strumentalità* tra la posizione di socio e l'acquisizione delle informazioni privilegiate⁽⁶¹⁾ (l'acquisizione – lo si è detto – deve avvenire proprio “*in ragione*” della partecipazione al capitale dell'emittente), il riferimento è da intendersi limitato a quegli azionisti che, in virtù del ruolo rivestito all'interno della società attraverso la partecipazione detenuta, abbiano con essa un “filo diretto” o – come ha osservato un autore – godano di un accesso “quasi istituzionale” alle conoscenze prodotte

⁵⁸⁾ CONSOB, Comunicazione n. DME/6027054 del 28-3-2006, 17, par. 100

⁵⁹⁾ S. SEMINARA, *Il reato di insider trading*, in *BBTC*, 1998, II, 335. Sono quindi esclusi dal novero degli *insider* primari coloro (ed in particolare i soci) che apprendono le informazioni privilegiate in virtù di rapporti personali (di parentela o amicizia) con soggetti *insider* ovvero anche solo fortuitamente, alla stregua di qualunque terzo non-socio.

⁶⁰⁾ L'irrilevanza dell'ammontare della partecipazione detenuta dal socio, ai fini della qualifica come *insider* primario, risulta ancor più evidente (e significativa) se si confrontano le norme in materia di *insider* primari citate nel testo con l'art. 114, comma 7, TUF relativo alla disciplina del c.d. *internal dealing*. In tale ultimo ambito, infatti, rilevano esclusivamente i soci che detengano azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale ovvero la minor percentuale che consenta loro di avere il controllo sull'emittente quotato. Sul punto si veda in dettaglio il successivo par. 12.

⁶¹⁾ A. BARTALENA, *Art. 180 TUF*, cit. , 1995.

dalla società ⁽⁶²⁾: sicuramente il socio di controllo, ma non solo; analoghe considerazioni potrebbero estendersi agli azionisti che detengano partecipazioni significative (ancorché non idonee ad assicurare il controllo) o minoranze qualificate, i quali, avendo nominato propri rappresentanti negli organi sociali, instaurino con essi un dialogo preferenziale ⁽⁶³⁾. Come come già si è accennato nei paragrafi introduttivi, infatti, non è infrequente che gli amministratori nominati procedano, su base più o meno continuativa, alla consultazione dei propri soci di riferimento, anche al fine di condividere la linea da tenere in sede di consiglio di amministrazione, ovvero di suggerire gli argomenti da sottoporre all'organo di gestione.

Di tale prassi, l'art. 184 e, analogamente, l'art. 187-*bis* TUF sembrano prendere atto nell'includere i partecipanti al capitale dell'emittente tra gli *insider* primari. Alla base di questa inclusione vi sarebbe infatti la constatazione che il dialogo preferenziale tra amministratori e soci di riferimento esista e che, nel contesto di tale dialogo, vengano trasferite ai soci *anche* informazioni privilegiate *ex art.* 181 TUF. In altri termini, secondo tale impostazione la qualificazione dei soci come *insider* primari sarebbe frutto di una scelta legislativa di estremo realismo, avente lo scopo di inibirli dall'utilizzare le informazioni privilegiate che eventualmente ricevano dagli amministratori, tutelando in tal modo il mercato. Ne deriverebbe ulteriormente – ma questa ulteriore conclusione è tutta da verificare – che l'asimmetria conoscitiva, tra soci che ricevono le informazioni privilegiate in virtù del dialogo con gli amministratori e soci che non ne dispongono, sarebbe priva di effetti, in quanto i primi non possono utilizzare le informazioni ricevute né tanto meno possono comunicarle a terzi. Le informazioni privilegiate resterebbero così all'interno della società, intesa però in senso per così dire “allargato”, come comprensiva non solo degli organi sociali ma anche di quei soci che, in ragione del rapporto di agenzia con gli amministratori, ne indirizzano o quantomeno ne condividono le decisioni. In questo senso – e in questo senso soltanto – si può forse parlare di accesso “quasi istituzionale” del socio alle conoscenze prodotte dalla società, secondo un'espressione ricorrente in dottrina, a cui già si è fatto cenno.

⁶²⁾ S. SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., 335, nt. 35.

Non sembrano invece rilevanti ai fini della qualifica del socio come *insider* primario le ipotesi di informazioni privilegiate “auto-prodotte” dal socio medesimo. Si pensi ad esempio al socio che intenda promuovere un'OPA volontaria sulle azioni della società quotata a cui già partecipa ovvero – caso opposto – al socio di controllo che decida di dismettere la propria partecipazione. In entrambe le fattispecie è il socio stesso a generare l'informazione privilegiata e, proprio in virtù di tale circostanza, egli non può essere inibito dal compiere l'operazione programmata (per la giurisprudenza comunitaria in materia sia consentito rinviare a C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 476 ss.). Inoltre, in casi del genere, non parrebbero sussistere ragioni per trattare in modo differenziato il socio rispetto ad un soggetto terzo privo di tale qualifica e quindi poco si giustificerebbe l'inclusione del socio (ma non del terzo) tra gli *insider* primari. In altri termini, il terzo non-socio che intendesse effettuare un'OPA volontaria sulle azioni di un emittente quotato o acquistarne una partecipazione significativa non sarebbe senz'altro qualificabile come *insider* primario; la mera circostanza che sia un socio a programmare la medesima operazione non giustifica di per sé un trattamento differente.

⁶³⁾ Ne deriva, evidentemente, che non è possibile determinare *ex ante* quali siano i soci qualificabili come *insider* primari. Si tratta di una valutazione da effettuare in concreto in relazione a ciascun emittente quotato, sulla base degli effettivi rapporti e scambi di informazioni esistenti tra amministratori e singoli soci (o gruppi di soci). Per questo, la scelta di non circoscrivere la disciplina in discorso ai soli soci di controllo o, più ampiamente, ai soci detentori di partecipazioni qualificate, pare del tutto condivisibile.

9. *Dubbi circa l'idoneità della qualifica dei soci come insider primari al fine di evitare pregiudizi al mercato. La necessità di sottoporre la tesi a verifica.* – Come si accennava alla fine del precedente paragrafo, la tesi secondo cui l'inclusione dei partecipanti al capitale dell'emittente tra gli *insider* primari *ex artt.* 184, comma 1, e 187-*bis*, comma 1, TUF di fatto “neutralizzerebbe” gli effetti negativi derivanti da una comunicazione selettiva di informazioni privilegiate, da parte degli amministratori ad alcuni soci soltanto, va necessariamente sottoposta a verifica.

Ove adottata, la più rilevante conseguenza di tale impostazione sarebbe quella di consentire una certa benevolenza nei confronti di una prassi che – come si è detto – è non solo ampiamente diffusa (e come tale non facile da eliminare in radice) ma per certi versi anche efficiente, laddove il contributo dell'amministratore alle decisioni imprenditoriali della società possa trarre “ispirazione” dal dialogo con i soci di riferimento e dall'attività di indirizzo esercitata da questi ultimi.

Ma una conclusione del genere presuppone che siano preliminarmente affrontate e positivamente risolte due questioni imprescindibili, e tutt'altro che banali: innanzitutto, occorre chiedersi se, a tutela del socio che riceve l'informazione privilegiata ma soprattutto del mercato nel suo complesso, non sussistano dei vincoli, quantomeno in relazione alla procedura e alle modalità con cui deve avvenire la comunicazione dell'informazione da parte dell'amministratore e, più ampiamente, quali siano le condizioni in presenza delle quali tale comunicazione possa essere effettuata; secondariamente – ma si tratta probabilmente della questione più rilevante –, è necessario verificare se, una volta effettuata la comunicazione, la qualificazione del socio come *insider* primario sia effettivamente idonea ad eliminare in radice ogni possibile disparità derivante dalla conoscenza di informazioni privilegiate da parte di alcuni soci soltanto, o non vi siano piuttosto dei casi in cui tale soluzione normativa risulti inefficace.

10. *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo quale eccezione all'assenza di un diritto del socio a ricevere le informazioni dalla società quotata partecipata.* – Prima però di affrontare tali relevantissime questioni, occorre premettere che – come già si è detto nell'introduzione – non sussiste un diritto dei soci titolari di partecipazioni qualificate o rilevanti a ricevere informazioni extra-assembleari (e tanto meno informazioni privilegiate) dall'emittente quotata. Unica eccezione a tale principio generale è rappresentata dai gruppi di società, per i quali molteplici disposizioni normative paiono formalizzare un canale informativo preferenziale dalle controllate (anche quotate) a beneficio della *holding*. In altri termini, le logiche e le finalità del gruppo giustificano, nell'ottica del legislatore, un'asimmetria informativa tra società *holding* e altri soci a favore della prima. Asimmetria informativa che non trova invece alcun riconoscimento normativo esplicito in assenza di una relazione di controllo.

Peraltro, la legittimazione della *holding* di gruppo a ricevere informazioni dalle proprie controllate, anche quotate, non costituisce un diritto assoluto, ma è prevista dal legislatore solo in un'ottica parziale, per finalità specifiche.

Un primo esempio di ciò è rappresentato dall'art. 43 d.lgs. n. 127/1991, che impone alle imprese controllate l'obbligo di «trasmettere tempestivamente all'impresa controllante le informazioni da questa richieste ai fini della redazione del bilancio consolidato». Ancorché non vengano indicati puntualmente i termini per l'invio, né i contenuti delle informazioni da trasmettere, all'obbligo delle controllate corrisponde evidentemente un diritto della capogruppo ad ottenere le informazioni richieste⁽⁶⁴⁾. Ma si tratta di un diritto circoscritto alle sole informazioni che risultino necessarie o utili per la redazione del bilancio consolidato. Pertanto, non potrebbe essere condivisa un'interpretazione estensiva, volta ad attribuire un carattere “generale” al diritto informativo della controllante e a legittimare, quindi, una più ampia pretesa informativa della medesima in relazione a qualsiasi dato o informazione delle proprie società controllate⁽⁶⁵⁾. Considerata la specifica finalità della norma, si deve inoltre escludere categoricamente che tale diritto ad ottenere informazioni dalle controllate possa essere esercitato dal socio di controllo quando non sia obbligato a redigere il bilancio consolidato⁽⁶⁶⁾.

La previsione normativa testé citata viene sostanzialmente replicata anche nell'ambito della disciplina speciale applicabile ai gruppi bancari, ai sensi dell'art. 24, comma 2, d.lgs. 87/1992. Le finalità pubblicistiche di vigilanza proprie del settore bancario giustificano, tra l'altro, la previsione di cui all'art. 61, comma 4, seconda parte, TUB, in base alla quale gli amministratori delle società del gruppo (bancario) sono tenuti a fornire (i) ogni dato e informazione utile per consentire alla capogruppo di emanare – nell'esercizio della sua attività di direzione e coordinamento – disposizioni alle società del gruppo medesime, per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia, nonché (ii) la necessaria collaborazione per il rispetto delle norme sulla vigilanza consolidata.

Vi sono poi diverse previsioni normative in materia di *governance* che presuppongono necessariamente uno scambio informativo tra gli organi amministrativi e di controllo della *holding* e quelli delle controllate.

Si pensi *in primis* al già richiamato art. 2381, comma 5, c.c., ai sensi del quale sussiste in capo agli organi delegati l'obbligo di riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, su base almeno semestrale, «sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile

⁶⁴⁾ La mancata, tardiva o incompleta comunicazione dei dati richiesti non sembrerebbe – considerato il silenzio della disposizione sul punto – legittimare, di per sé, alcun potere di ingerenza diretta nei confronti della controllata inadempiente: l'unica conseguenza parrebbe essere l'esclusione dal perimetro di consolidamento a norma dell'art. 28, comma 2), lett. c), d. lgs. 127/1991 (come modificato come modificato dall'art. 3 del d. lgs. 32/2007), a causa dell'impossibilità per la controllante di ottenere tempestivamente le informazioni richieste

⁶⁵⁾ In tal senso, F. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681; P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, cit., 570; L.A. BIANCHI, *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 475 e ss.; G.E. COLOMBO-G. OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, VII, 618 ss., i quali negano la possibilità di interpretare l'art. 43 del d.lgs. 127/1991 “oltre i confini dell'informazione contabile finalizzata alla redazione del bilancio consolidato”.

⁶⁶⁾ Così, in modo del tutto condivisibile, F. BONELLI, *Disciplina dei flussi*, cit., 682.

evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società *e dalle sue controllate*» (corsivo aggiunto).

L'art. 150 TUF riproduce sostanzialmente la medesima disposizione in relazione agli obblighi informativi dell'organo amministrativo delle società quotate nei confronti dell'organo di controllo interno (ovvero il collegio sindacale nel modello tradizionale, il consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico e il comitato per il controllo sulla gestione in quello monistico).

Tanto la disposizione codicistica quanto quella del TUF disciplinano uno scambio di informazioni all'interno della *holding*, tra diversi organi della stessa, ma poiché le informazioni oggetto di comunicazione endosocietaria devono riguardare, tra le altre cose, anche le «operazioni di maggior rilievo» compiute dalle «controllate», si presuppone inevitabilmente l'esistenza di un precedente flusso informativo controllate-controllante, in virtù del quale gli amministratori di quest'ultima acquisiscono (*rectius*, hanno diritto di acquisire) dalle società partecipate le informazioni che devono poi comunicare, a seconda delle circostanze, al consiglio tutto e/o all'organo di controllo interno ⁽⁶⁷⁾.

Un'ulteriore disposizione in materia di *governance* è senz'altro l'art. 2403-*bis*, comma 2, c.c. nel quale si attribuisce al collegio sindacale, da un lato, il potere di «chiedere agli amministratori notizie, *anche con riferimento a società controllate*, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari» (corsivo aggiunto) e, dall'altro, la facoltà di «scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale». Anche tali previsioni – nelle quali la dottrina individua uno strumento volto a garantire l'effettività e l'efficacia dell'attività di vigilanza posta in essere dal collegio sindacale ⁽⁶⁸⁾ – non soltanto evidenziano la generale presa d'atto del legislatore circa il fenomeno dei gruppi, ma presuppongono altresì il riconoscimento del diritto in capo agli organi della società controllante di ricevere informazioni da amministratori e sindaci delle controllate, ed il corrispondente dovere in capo a questi ultimi di fornirle.

Nella stessa ottica vanno lette anche le disposizioni del TUF in materia di comunicazione al pubblico, laddove prevedono l'obbligo di diffondere al mercato non solo le informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti quotati, ma anche quelle relative alle società da essi controllate (art. 114, comma 1). Non vi è chi non veda come tale obbligo implichi necessariamente che l'emittente capogruppo abbia diritto di ottenere dalle

⁶⁷⁾ In tal senso, M. FRANZONI, *Commento all'art. 2381*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, *Società per azioni*, Tomo III – *Dell'amministrazione e del controllo*, ♦, 97.

⁶⁸⁾ Si veda in particolare A. MAFFEI ALBERTI, *Commento all'art. 2403-bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di G. Cian e A. Trabucchi, Padova, 2011, ♦ secondo cui la disposizione in esame mira a “rendere la vigilanza del collegio sindacale più efficace, superando i limiti posti dalla divisione dell'impresa economica in entità giuridicamente distinte”, nonché P. MAGNANI, *Commento all'art. 2403-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, 222, secondo la quale “dall'affermazione del principio della necessità per i sindaci di ottenere informazioni sulle società controllate si trae la conclusione che, per effettuare una vigilanza corretta sull'amministrazione della società controllante, il collegio sindacale debba essere in grado di entrare anche nella sfera dell'attività delle controllate”.

controllate tutte le informazioni privilegiate che le riguardino. Ed infatti, il successivo comma 2 del medesimo art. 114 TUF sancisce esplicitamente sia il diritto dell'emittente quotato di impartire disposizioni alle società controllate affinché queste ultime forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge, sia l'obbligo per le società controllate di trasmettere tempestivamente le notizie richieste.

Meritano, infine, un ulteriore cenno le disposizioni in materia di direzione e coordinamento di società di cui agli artt. 2497 ss. c.c. Se, infatti, tali norme sono essenzialmente finalizzate a disciplinare le responsabilità derivanti da un esercizio abusivo del ruolo di capogruppo, non par dubbio che se ne possa ricavare *a contrario* il principio per il quale l'attività di direzione e coordinamento è lecita, se esercitata secondo i «principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale» delle società coinvolte ed in modo da perseguire l'interesse complessivo del gruppo. Da ciò consegue ulteriormente che l'esercizio di tale attività da parte della *holding* presuppone necessariamente un costante scambio informativo con le società controllate. Per l'effetto, risulta confermata – implicitamente ma inequivocabilmente – la liceità tanto della richiesta di informazioni formulata dalla capogruppo, quanto della condotta degli amministratori delle società dirette e coordinate che forniscano le informazioni richieste, purché l'una e l'altra siano finalizzate ad un migliore esercizio dell'attività di direzione unitaria da parte della *holding* medesima. Anche in questo caso, quindi, il diritto della capogruppo all'informazione non è assoluto né incondizionato, ma funzionale ad uno scopo specifico e solo nei limiti in cui l'attività di direzione e coordinamento sia legittimamente esercitata.

11. *Vicoli procedurali e condizioni per la trasmissione di informazioni privilegiate ai soci.* Se, quindi, fatta eccezione per i flussi informativi intercorrenti nell'ambito del gruppo di cui si è detto nel precedente paragrafo, a prescindere dall'ammontare della partecipazione detenuta il socio non ha alcun diritto a ricevere informazioni privilegiate dall'emittente quotato, la comunicazione di tali informazioni rientra in via generale nell'esercizio di una *facoltà* da parte dell'amministratore che la effettua ⁽⁶⁹⁾; facoltà da intendersi come assenza dell'obbligo di procedere alla comunicazione, non già – è bene chiarirlo – come potere discrezionale dell'amministratore di effettuarla. Certo, la mancata comunicazione potrà incrinare il rapporto fiduciario con il socio o i soci che lo hanno nominato, ma non per questo si può sostenere che sussista per l'amministratore l'obbligo, giuridicamente vincolante, di procedervi.

Ove, ciò nondimeno, l'amministratore intenda avvalersi di tale facoltà, pare legittimo ritenere che possa procedere alla comunicazione soltanto in presenza di determinate condizioni e nel rispetto di una serie di cautele, anche di natura procedurale.

Innanzitutto, occorrerà che, prima di procedere alla comunicazione, il socio destinatario dell'informazione sia reso edotto del carattere privilegiato della stessa e confermi la propria volontà di riceverla, considerando che, a seguito della comunicazione, non potrà più compiere operazioni sulle azioni dell'emittente da esso detenute.

⁶⁹⁾ In tal senso, P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, cit., 568.

Con riguardo al primo aspetto – *id est* la natura privilegiata delle informazioni comunicate selettivamente ai soci – solo l'emittente quotato, nella persona dei suoi amministratori, dispone di tutti gli elementi per accertarla, non ultimo in relazione all'effettiva sussistenza del carattere preciso delle informazioni medesime. In altri termini, solo gli amministratori dell'emittente, essendo direttamente coinvolti nella gestione della società, sanno "istituzionalmente" se l'informazione sia riferibile ad un complesso di circostanze o eventi verificatisi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno, come richiede l'art. 181, comma 3, TUF.

Occorre poi chiedersi se tanto l'accertamento del carattere privilegiato dell'informazione, quanto – soprattutto – la decisione di comunicare selettivamente l'informazione medesima ad alcuni soci soltanto spettino al singolo amministratore o debbano piuttosto essere demandati al consiglio di amministrazione. Non par dubbio in proposito che, almeno nelle ipotesi in cui l'amministratore che intenda effettuare la comunicazione sia un *non-executive*, occorrerà un avallo da parte dell'organo consiliare. Come infatti è stato osservato, allo stato dell'ordinamento, solo l'organo amministrativo nel suo complesso è in grado di operare un giudizio comparativo tra le esigenze di riservatezza della società e l'interesse del socio a ricevere l'informazione ⁽⁷⁰⁾; interesse che – giova ribadirlo – deve essere tale da giustificare un trattamento diversificato e asimmetrico rispetto agli altri soci ⁽⁷¹⁾.

La valutazione comparativa in discorso dovrà essere svolta nel rispetto del dovere di diligenza e di perseguire l'interesse sociale che grava sugli amministratori di società per azioni. Il consiglio potrà cioè accondiscendere alle richieste informative del socio (*rectius*, alla richiesta del singolo amministratore *non-executive* di condividere con il proprio socio di riferimento una proposta di decisione gestionale prima che venga assunta formalmente) solo nei seguenti limiti: che ciò non determini un danno, anche solo potenziale, per la società e dunque per l'interesse sociale ⁽⁷²⁾ e che, al contempo, la comunicazione selettiva e asimmetrica a favore di un singolo socio sia ragionevolmente giustificata. Nell'effettuare tale ultima valutazione, si terrà evidentemente conto anche delle caratteristiche del socio destinatario della comunicazione, ed in particolare se si tratti del socio di controllo oppure di altro socio, pur titolare di una partecipazione significativa. Infatti, nei confronti del primo (il socio di

⁷⁰⁾ Così U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, 72. In precedenza, cfr. anche L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informative delle società quotate*, in *BBTC.*, 2004, I, 256.

⁷¹⁾ Sul punto, si veda anche l'ultima edizione del Codice di Autodisciplina pubblicata dal Comitato per la Corporate Governance nel dicembre 2011. Nel commento all'art. 1, si raccomanda tra l'altro che "gli emittenti si dotino di una procedura interna per la gestione, in forma sicura e riservata, delle informazioni che li riguardino, soprattutto quando si tratti di informazioni privilegiate. Tale procedura è anche volta a evitare che la loro divulgazione possa avvenire intempestivamente, o in forma selettiva (cioè possa essere anticipate a determinati soggetti, per esempio azionisti, giornalisti o analisti), incomplete o inadeguata". Il che equivale a dire che, almeno in relazione alle informazioni privilegiate, a detta del Comitato il margine per un trattamento differenziato tra soci è tutt'altro che esteso, se non del tutto assente.

⁷²⁾ U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, 73.

controllo) è forse più facile – almeno in alcune circostanze – trovare un valido motivo per procedere alla comunicazione ⁽⁷³⁾.

Si aggiunga che, quando – come nel caso che qui ci occupa – l’informazione riguardi direttamente l’emittente (c.d. *corporate information*), almeno in alcuni casi, per assurgere ad informazione privilegiata (ed in particolare acquisire il carattere della precisione che ne costituisce un presupposto imprescindibile), essa potrebbe richiedere un “passaggio” in CdA o quantomeno in comitato esecutivo, anche solo a titolo di consultazione preventiva ⁽⁷⁴⁾. È nel medesimo contesto collegiale che dovrebbe essere valutata l’opportunità di comunicare selettivamente l’informazione al socio.

Più controversa è invece l’ipotesi in cui l’amministratore che intenda trasmettere l’informazione al socio sia un *executive* ed in particolare un amministratore dotato di poteri delegati, che gli consentano di decidere *autonomamente* sull’operazione oggetto di comunicazione, magari dopo averne discusso con il socio di controllo ovvero con i soci di riferimento che hanno contribuito alla sua nomina. In casi del genere, infatti, l’informazione è “in divenire”, nel senso che il carattere preciso della stessa (e quindi la sua natura di informazione privilegiata) dipendono da una decisione del medesimo amministratore che effettua la comunicazione. Ai fini di tale decisione, il dialogo e la condivisione con il socio potrebbero essere decisivi.

In siffatte circostanze si potrebbe essere indotti a ritenere che la valutazione circa il carattere privilegiato dell’informazione spetti al singolo amministratore *executive*. Chi meglio di lui può valutare quando l’informazione soddisfi tutti i requisiti dell’art. 181 TUF?

Peraltro, ove tale valutazione dia esito positivo, e l’amministratore ritenga che l’informazione sia già sufficientemente precisa ⁽⁷⁵⁾, la comunicazione al socio potrebbe rientrare tra le materie da discutere in consiglio, al fine di effettuare quel giudizio comparativo tra interesse sociale e interesse al dialogo con l’azionista. Tale valutazione, infatti, non parrebbe delegabile al singolo *executive director* e rimarrebbe di competenza dell’organo amministrativo in formazione collegiale.

⁷³ Si pensi ad esempio al caso, già citato nell’Introduzione (*sub* par. 5), in cui la consultazione preventiva con il socio di controllo abbia ad oggetto una materia che presuppone una delibera assembleare. In una situazione del genere, la consultazione preventiva del socio di controllo appare facilmente giustificabile in quanto, in mancanza del suo appoggio, l’operazione non potrebbe essere approvata e portata a compimento.

⁷⁴ Si pensi ad esempio ad un’operazione straordinaria di fusione o scissione in cui sia coinvolto l’emittente. Le informazioni relative a tali operazioni assumeranno il carattere della precisione solo quando il Consiglio di amministrazione dell’emittente si sia pronunciato su di esse, a meno che, in considerazione dell’attività di *sounding* preliminare e delle discussioni svolte tra gli amministratori nei giorni o nelle settimane antecedenti la riunione del CdA, la delibera consiliare risulti nei fatti una mera “formalità” dall’esito pressoché certo. In tale ultimo caso, infatti, si potrebbe sostenere che l’informazione sia privilegiata già prima che il Consiglio si pronunci sull’operazione, in ragione della “ragionevole prevedibilità” circa l’esito della delibera formale (argomento *ex* art 181, comma 3, lett. a), TUF). Sul punto si veda anche il precedente par. 5.

⁷⁵ Si pensi al caso in cui l’amministratore abbia già di fatto deciso come operare ed intenda solo effettuare una verifica finale con il socio di riferimento, non foss’altro per ragioni di cortesia: l’amministratore non ha motivo di ritenere che il socio si opponga alla sua decisione, anche alla luce delle conversazioni pregresse e della conoscenza reciproca, ma vuole evitare – nella forma – di metterlo di fronte al fatto compiuto.

Proseguendo con i vincoli di natura procedurale, occorre poi che i soci ai quali gli amministratori comunicano l'informazione vengano iscritti nei registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate tenuti dall'emittente, così da garantire la tracciabilità della comunicazione al socio. Come ha infatti chiarito anche la Consob, i soggetti da includere nei registri sono tutti quelli che hanno accesso alle informazioni privilegiate, a prescindere dal livello funzionale ricoperto nell'organizzazione aziendale dell'emittente e dei soggetti in rapporto di controllo con esso ⁽⁷⁶⁾. Per l'effetto – prosegue la Consob – nei registri andranno indicati anche tutti i soggetti che entrino effettivamente in possesso di informazioni privilegiate, sia pure in modo occasionale, come potrebbe essere il caso del socio che riceva *una tantum* le informazioni in discorso dal proprio amministratore di riferimento, al fine di condividere con quest'ultimo una decisione particolarmente delicata, prima della riunione di consiglio di amministrazione in cui la stessa verrà discussa. Ciò non toglie che, ove invece il dialogo tra amministratore e socio fosse ricorrente e quasi istituzionalizzato, si potrebbe ipotizzare un'iscrizione “permanente” del socio nei registri dell'emittente di cui è azionista.

Pare invece da escludere l'applicazione dell'obbligo di far sottoscrivere preventivamente al socio un impegno contrattuale di riservatezza, come invece sarebbe ad esempio necessario ove le informazioni privilegiate fossero comunicate ad un terzo che intenda acquistare una partecipazione nella società quotata (art. 114, comma 4, TUF). In virtù della qualifica come *insider* primario, il socio assume infatti un obbligo di riservatezza *ex lege*, consistente nel divieto di comunicare ad altri le informazioni ricevute che, come noto, costituisce una delle ipotesi di *insider trading* (art. 184, comma 1, lett. b) e art. 187-*bis*, comma 1, lett. b), TUF).

12. (*Segue*) *La questione dei c.d. comportamenti omissivi.* La seconda questione accennata alla fine del paragrafo 9 è sicuramente più complessa. Essa potrebbe riassumersi nel seguente quesito: qualificare come *insider* primari i soci dell'emittente quotato che ricevano dagli amministratori informazioni privilegiate ⁽⁷⁷⁾ costituisce rimedio *sufficiente* per evitare disparità di trattamento tra azionisti e, più in generale, effetti pregiudizievoli per il mercato nel suo complesso?

Al fine di rispondere compiutamente a tale questione occorre verificare se esistano dei casi in cui l'art. 184, comma 1, e l'analoga previsione dell'art. 187-*bis*, comma 1, TUF potrebbero non bastare, pur in presenza delle cautele e dei presidi procedurali di cui si è detto nel precedente paragrafo. Ed effettivamente – anticipando le conclusioni del ragionamento che segue – sembrerebbero esserci dei casi che rimangono per così dire “scoperti”.

Si pensi in particolare all'ipotesi in cui, per effetto dell'informazione privilegiata ricevuta da un amministratore, il socio decida di astenersi dal porre in essere una condotta che invece

⁷⁶⁾ Cfr. CONSOB, *Comunicazione n. DME/6027054* del 28 marzo 2006, par. 108.

⁷⁷⁾ Ovviamente nei limiti in cui tale comunicazione è ammessa, secondo quanto discusso nel precedente par. 10.

avrebbe adottato in assenza dell'informazione. Usando un ossimoro, si potrebbe parlare di informazione privilegiata idonea ad ingenerare nel socio un *comportamento omissivo*.

Si immagini, ad esempio, una società quotata che versi in una situazione di difficoltà finanziaria, in presenza della quale i soci possano essere indotti a vendere sul mercato le proprie azioni allo scopo di minimizzare le perdite derivanti dal decremento di valore della società partecipata. Si immagini ancora che, in una situazione del genere, un amministratore informi il proprio socio di riferimento circa l'esistenza di un'offerta vincolante per ricapitalizzare la società, formulata da un terzo investitore. L'amministratore potrebbe infatti ritenere opportuno condividere con il socio la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione a servizio della ricapitalizzazione del terzo, prima che la stessa venga deliberata dal CdA e poi sottoposta all'assemblea.

Certo, si potrebbe sostenere che, nel caso di specie, l'informazione comunicata al socio non abbia ancora il livello di precisione richiesto per qualificarsi come privilegiata. Ma se così non fosse – gli esempi in tal senso potrebbero essere innumerevoli – e semplicemente l'amministratore anticipasse al socio un'informazione privilegiata che di lì a breve verrà diffusa al mercato ⁽⁷⁸⁾, ebbene il socio che la ricevesse, in attesa dell'arrivo ormai certo del “cavaliere bianco”, potrebbe decidere di *non* procedere alla vendita sul mercato delle proprie azioni; vendita che avrebbe altrimenti effettuato. In tal modo, il socio “utilizzerebbe” l'informazione privilegiata mediante un'astensione (non vendere le azioni) ⁽⁷⁹⁾.

Del resto, se, nel caso dell'esempio, l'operazione prospettata fosse – a detta degli amministratori – l'unica concretamente possibile per il “salvataggio” della società, allora non si ravvede quale possa essere il motivo che giustifichi la comunicazione dell'informazione privilegiata ad un singolo socio. In tale circostanza, infatti, l'interesse sociale imporrebbe agli amministratori di procedere, a prescindere dal fatto che l'operazione piaccia o meno al socio (di controllo), rinviando il dialogo con quest'ultimo al dibattito assembleare (e pre-assembleare) in occasione della discussione della proposta di ricapitalizzazione. In un caso del genere, la comunicazione selettiva ad uno o più soci soltanto non avrebbe alcuna ragion d'essere.

Diversa invece sarebbe l'ipotesi in cui al socio (di controllo) fosse richiesto un ruolo per così dire attivo nel processo di salvataggio, come ad esempio nel caso in cui il terzo investitore fosse disposto ad effettuare la ricapitalizzazione della quotata solo a condizione che il socio di maggioranza rinunciassi all'esercizio dei diritti di opzione in sede di aumento di capitale, così

⁷⁸⁾ O per la quale la comunicazione al mercato sia stata ritardata ai sensi della deroga di cui all'art. 114, comma 3, TUF.

⁷⁹⁾ Si potrebbe obiettare che la fattispecie descritta nel testo sia assolutamente teorica e di fatto scongiurata dal disposto dell'art. 114, comma 1, TUF ai sensi del quale gli emittenti quotati devono comunicare *senza indugio* al pubblico le informazioni privilegiate che li riguardano. In altri termini, una volta che una notizia assurga allo *status* di “informazione privilegiata”, l'obbligo di comunicarla prontamente al mercato escluderebbe in radice la possibilità di una comunicazione preventiva a favore di alcuni soci più vicini agli amministratori. In realtà, non è un segreto che, in concreto, vi sia una fase temporale, per così dire grigia, nella quale l'informazione è sostanzialmente “precisa”, e quindi privilegiata, ma non è ancora stata diffusa al pubblico. Il fatto che di regola si tratti di una fase molto breve non pare svilire la rilevanza teorica della questione.

da diluirne la partecipazione. In tal caso, la condivisione preventiva dell'operazione con il socio di controllo da parte degli amministratori costituirebbe *conditio sine qua non* per il successo della stessa e si potrebbe quindi essere indotti a ritenere che la comunicazione sia qui in linea di principio ammissibile, purché naturalmente siano rispettati tutti i presidi procedurali di cui si è detto nel precedente par. 11.

Peraltro, ai fini di tale giudizio, non si può omettere di ricordare che il comportamento omissivo del socio (*i.e.*, nel nostro caso, l'astensione dal vendere le proprie azioni nell'emittente quotato, in attesa di sviluppi) non rientra tra le fattispecie sanzionate, dagli artt. 184, comma 1, e 187-*bis*, comma 1, TUF, come abusi di mercato ⁽⁸⁰⁾. Ne deriva, inequivocabilmente, che in questi casi l'inclusione dei soci dell'emittente quotato tra gli *insider* primari non pare costituire misura idonea ad evitare una disparità di trattamento tra soci che, dialogando con gli amministratori, abbiano ricevuto da essi informazioni privilegiate e soci che, invece, ne rimangano all'oscuro.

Occorre quindi domandarsi se la lacuna di tutela della disciplina dell'*insider trading* testé evidenziata non debba essere colmata sul piano interpretativo, inibendo a priori gli amministratori dal comunicare ai propri soci di riferimento informazioni privilegiate da cui possano derivare comportamenti omissivi da parte di questi ultimi. In tali casi, neppure sarebbe utile l'assunzione di un impegno di riservatezza da parte del socio che riceve l'informazione, quand'anche lo si ritenga necessario in via generale. Tale strumento mal si attaglia a fattispecie come quelle di cui si discute, nelle quali la disparità tra soci deriva dalla decisione del socio informato di astenersi dal compiere operazioni (di acquisto o vendita) sulle azioni, e non già dalla comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata ricevuta.

Starebbe quindi agli amministratori effettuare una valutazione prognostica circa gli effetti che l'informazione privilegiata eventualmente comunicata possa ingenerare nel comportamento dei soci che la ricevono. Laddove, sulla base di tale valutazione preventiva, l'informazione possa indurre il socio che la riceva ad astenersi dall'acquistare o vendere azioni dell'emittente quotato (o dal compiere altre operazioni sulle azioni medesime), l'amministratore sarà tenuto a *non* condividere l'informazione con il socio, anche soltanto al fine di ricevere da quest'ultimo indicazioni su come votare in consiglio di amministrazione.

La fonte di tale divieto di comunicazione in capo agli amministratori non potrà però essere rinvenuta nella disciplina degli abusi di mercato e dell'*insider trading* in particolare – che, come si è visto, è sotto questo profilo lacunosa –, ma dovrà essere cercata altrove. In particolare, occorrerà chiedersi se sia possibile ricavare argomenti interpretativi utili ai nostri fini da principi generali, quali ad esempio quello di parità di trattamento, di buona fede e correttezza degli amministratori nell'adempimento del proprio mandato e, da ultimo, di simmetria

⁸⁰⁾ Inutile dire che, ove invece il socio utilizzasse l'informazione privilegiata ricevuta dall'amministratore per incrementare la propria partecipazione sociale, magari acquistando le azioni dei soci che, ignari della prospettata ricapitalizzazione, decidano di vendere la propria quota, si configurerebbe senza alcun dubbio un abuso di mercato *ex* art. 184, comma 1, lett. a), TUF, quanto all'illecito penale, e specularmente *ex* art. 187-*bis*, comma 1, lett. a), TUF, per ciò che riguarda invece la violazione amministrativa.

informativa, ricavabile dall'art. 114 TUF. A tale analisi è dedicata la Parte II del presente lavoro.

13. *La disciplina dell'internal dealing (art. 114, comma 7, TUF).* L'attenzione dedicata alle informazioni privilegiate suscita un ulteriore interrogativo. Ci si chiede se il sistema dell'informazione societaria si disinteressi del tutto di quelle informazioni che non presentano i requisiti previsti all'art. 181 TUF. Si tratta, certo, di informazioni meno rilevanti, soprattutto incapaci di determinare una alterazione sensibile dei prezzi degli strumenti finanziari, ma non necessariamente del tutto prive di un effetto sulle quotazioni, né di valore conoscitivo, sebbene in misura più limitata.

Si può rispondere, ed è sicuramente corretto, che, in effetti, il sistema dell'informazione societaria non si occupa - né in fondo realisticamente potrebbe - di informazioni che non presentino le caratteristiche delle informazioni privilegiate⁽⁸¹⁾. Si rischierebbe, altrimenti, di moltiplicare inutilmente le comunicazioni al pubblico e, al contempo, di inibire il dialogo degli amministratori con i terzi (ivi inclusi i soci), talvolta strettamente necessario all'esercizio delle funzioni manageriali.

Ad integrazione di questa prima risposta deve tuttavia notarsi come con la disciplina del c.d. *internal dealing*, contenuta all'art. 114, comma 7, TUF⁽⁸²⁾, il legislatore dimostri sensibilità verso l'interesse potenziale del mercato nei confronti di un bagaglio di conoscenze che maturano all'interno dell'emittente, ancorché non qualificabili come informazioni privilegiate⁽⁸³⁾.

Si riconosce, in particolare, che l'obbligo di comunicare al pubblico «senza indugio, le informazioni privilegiate», non permette di raggiungere, né di tendere, a un'assoluta simmetria informativa tra chi conosce l'impresa dall'interno e chi non gode di questo vantaggio⁽⁸⁴⁾; o meglio, l'art. 114, comma 1, TUF non realizza alcun effetto redistributivo a

⁸¹⁾ Cfr. CONSOB, *Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano". Documento di consultazione. 25 luglio 2011*, in www.Consob.it, ai par. 7 e 8 [si v. la modifica proposta al RE per l'ammissibilità della diffusione selettiva dei dati previsionali e contabili, che non siano informazioni privilegiate].

⁸²⁾ Prima dell'introduzione dell'art. 114, comma 7, TUF la disciplina dell'*internal dealing* era prevista per le società quotate in Italia, a partire dal 1° gennaio 2003, agli artt. 2.6.4 e 2.6.5 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana Spa, ora opportunamente abrogati. Sull'argomento: ♦. PETRACCI, *Informativa societaria e internal dealing: una verifica empirica sul mercato italiano*, in *Banca impresa soc.*, 2006, 221 ss.; ♦. MAGGIOLINO – ♦. MALBERTI – ♦. TOMMASINO, *La disciplina dell'internal dealing: un esercizio di analisi economica del diritto*, 2003, reperibile in www.idc.unibocconi.it; ♦. SAPONARO, *Nuova disciplina di Borsa Italiana s.p.a. sull'insider dealing*, in *Società*, 2002, 155 ss.. L'inserimento nel TUF della disciplina dell'*internal dealing* è avvenuto in sede di recepimento dell'art. 6, comma 4 della Direttiva europea sugli abusi di mercato (direttiva CE 28 gennaio 2003, n. 6 c.d. MAD - *Market Abuse Directive*) mentre le previsioni di dettaglio relative all'applicazione della disciplina sono contenute nella direttiva CE 29 aprile 2004, n. 72 (c.d. "direttiva di II livello"). In tema di direttiva c.d. *market abuse* si veda C DI NOIA – M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. Soc.*, 2009, 782 ss.

⁸³⁾ Sia consentito rimandare a C. MOSCA, *Internal dealing e corporate governance*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 669 ss.

⁸⁴⁾ N. LINCIANO – ♦. MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002, 54, ove si legge che «detto in altri termini, si dubiterebbe se il principio della pari opportunità di accesso all'informazione non riveli

vantaggio degli *outsider* del bagaglio di conoscenze degli *insider*, maturato grazie alla frequentazione quotidiana della società quotata.

È innegabile, infatti, che pur in assenza di informazioni privilegiate, le conoscenze di un qualsiasi investitore (*outsider*), anche se particolarmente attento alle informazioni (privilegiate) diffuse dall'emittente, non potranno eguagliare la percezione della società e del suo business che è invece disponibile agli *insider*, specialmente a coloro che ricoprono un ruolo "apicale" nella struttura societaria (amministratori, dirigenti, membri degli organi di controllo e, come si vedrà, anche particolari soci).

In questo contesto, la disciplina dell'*internal dealing* richiede a questi *insider* ⁽⁸⁵⁾, che meglio di chiunque altro conoscono l'impresa, ne sanno interpretare l'andamento passato e prevederne quello futuro, di comunicare con *continuità* alla Consob e al pubblico, le «operazioni, aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati, da loro effettuate, anche per interposta persona».

In altri termini, l'istituto dell'*internal dealing* affida alla pubblicità delle scelte di investimento degli *insider* il compito di colmare a beneficio del mercato il *gap* informativo tra *outsider* e *insider*.

Si crede che l'osservazione delle operazioni effettuate dagli *insider* possa rivelare, indirettamente, la visione tratta da un osservatorio privilegiato della realtà e delle prospettive della società quotata. Si tratterebbe, inoltre, di un'informazione di utilizzo immediato poiché, come è naturale, scelte di investimento da parte degli *insider* esprimono, tendenzialmente, fiducia nel futuro andamento positivo dell'impresa, mentre si giunge a conclusioni opposte in caso di operazioni complessivamente orientate al disinvestimento dalle azioni dell'emittente ⁽⁸⁶⁾.

Si utilizza un meccanismo di integrazione delle informazioni già a disposizione del mercato, prendendo atto dell'impossibilità di prescrivere la divulgazione diretta delle conoscenze in esame.

Conoscenze, si badi, che gli *insider* sono pienamente legittimati ad utilizzare in operazioni di acquisto e vendita sul mercato in quanto *diverse* da informazioni privilegiate. Va da sé che è la disciplina stessa dell'*insider trading* a precludere qualsiasi commistione con la fattispecie dell'*internal dealing* essendo del tutto inverosimile immaginare che un soggetto che abbia violato la norma penale (che include l'obbligo di astenersi dal compiere operazioni) operi poi

un qualche disegno utopico che trascura come sia inevitabile che alcune categorie di soggetti, ad esempio gli operatori professionali, ne sappiano di più».

⁸⁵⁾

⁸⁶⁾ ♦ SCHMIDT, *Insider Regulation and Economic Theory*, in *European Insider Dealing*, a cura di K. Hopt – E. Wymeers, 1991, 22 e s.; ♦. TONELLO, *Sulla trasparenza di operazioni di amministratori, alti dirigenti e azionisti strategici di società quotate. La questione della tempestività*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1; TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, Padova, 2006, 661. In argomento, si veda l'interessante ricerca empirica di ♦. BAJO – ♦. PETRACCI, *Variazioni della quota azionaria da parte degli insider: quale segnale per il mercato?*, in *Banca impresa soc.*, 2004, 309 ss. e, in particolare, 328 e 335.

nel senso di autodenunciarsi adempiendo agli obblighi di notifica delle operazioni illegittimamente effettuate ⁽⁸⁷⁾.

Sono, cioè, pienamente legittime le operazioni su strumenti finanziari di un emittente compiute da un *insider* che, pur in possesso di conoscenze più approfondite di quelle di un qualsiasi investitore, non disponga di un'informazione privilegiata *ex art. 181 TUF* ⁽⁸⁸⁾. È la specifica posizione “interna” del soggetto che ha effettuato l'operazione ad imporne, ai sensi della disciplina dell'*internal dealing*, la comunicazione alla Consob e al mercato. In questo obbligo di trasparenza risiede il valore *segnalatico* ⁽⁸⁹⁾ della disciplina in esame, ossia di un segnale che non può essere affidato ad altri canali di trasmissione al pubblico. L'interesse del mercato alla tipologia e all'entità delle operazioni effettuate dai soggetti sottoposti alla disciplina in esame si spiega alla luce del fatto che queste scelte di investimento o disinvestimento non si basano solo sulle informazioni pubbliche – e quindi già incorporate nel prezzo degli strumenti finanziari – bensì su un personale bagaglio di conoscenze non altrimenti condivisibile con il resto degli investitori.

Non sussiste, quindi, alcuna interrelazione, come invece talvolta sostenuto, tra la disciplina dell'*internal dealing* e gli strumenti sviluppati al fine di agevolare la repressione dell'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) ⁽⁹⁰⁾.

14. (*Segue*) *La vicinanza informativa agli amministratori di «chiunque detenga azioni almeno pari al 10 per cento del capitale sociale» nella disciplina dell'internal dealing.* Tra i soggetti che assumono rilevanza ai fini della disciplina dell'*internal dealing ex art. 114, comma 7, TUF*, rientrano tutti coloro che detengano azioni dell'emittente quotato in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale. Tale inclusione dei soci per così dire “rilevanti” – e non soltanto di controllo – si presta ad una duplice ed alternativa chiave di lettura.

Alla luce di una prima e meno problematica interpretazione, è il socio stesso, in quanto azionista di rilievo, ad auto-alimentare il proprio vantaggio informativo. Costui, infatti, è in grado di prevedere l'effetto che avranno sulla quotazione dei titoli i propri comportamenti futuri, quali soprattutto l'orientamento da imprimere alle deliberazioni assembleari, la decisione di incrementare o ridurre la partecipazione detenuta ovvero di raggiungere o rafforzare il controllo, ma anche scelte relative all'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, al recesso o all'impugnativa di una deliberazione dell'assemblea.

Una seconda lettura è, invece, più insidiosa e assai meno ingenua. La disciplina dell'*internal dealing* darebbe conto, sul piano normativo, della differenza, sottile seppure innegabile, tra la posizione di un azionista significativo (nel caso specifico si presume che sia tale colui che detiene più del 10 per cento del capitale sociale) e la massa indistinta degli altri soci. Una

⁸⁷⁾ Più diffusamente C. MOSCA, *Internale dealing e corporate governante*, cit., 674 e s.

⁸⁸⁾ G. RACUGNO, *Internal dealing, le persone giuridiche controllate da un soggetto rilevante*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 394.

⁸⁹⁾ ESME, *Report, Market abuse EU legal framework and its implementation by member States: a first evaluation*, Brussels, July 6th, 2007, 13; FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, *Banca impresa soc.*, 2007, 68.

⁹⁰⁾

differenza che si concretizza nel canale di comunicazione preferenziale tra questo particolare socio e la società, nella persona dei suoi amministratori ⁽⁹¹⁾. Il che significa riconoscere che il rapporto che trova la sua genesi nell'investitura degli amministratori finisce per risolversi in una maggiore familiarità e quotidianità non solo con il socio controllante, che da solo abbia determinato la nomina degli amministratori, ma anche in presenza di soci rilevanti (che detengano azioni «in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale») ⁽⁹²⁾.

Può dirsi che, per quanto nel contesto dell'*internal dealing*, si possa allontanare l'imbarazzo da sempre avvertito nel trattare la materia ⁽⁹³⁾ prendendo atto con concretezza e realismo del fenomeno. In virtù di una partecipazione rilevante, un socio può godere, a dispetto del resto della compagine sociale, di una maggiore "vicinanza" con la società e i suoi amministratori; il risultato più scontato di questa vicinanza si rinviene nel dialogo e nella possibilità di accedere a conoscenze alle quali gli altri soci e gli investitori terzi non hanno accesso.

Non si può concludere nel senso della legittimità di questi comportamenti senza prima distinguere, ancora una volta, tra informazioni privilegiate e altre informazioni.

Mentre le prime, nei limitati casi in cui concluderemo a favore dell'ammissibilità di una comunicazione selettiva tra amministratori e soci, impongono – inderogabilmente – l'applicazione dei presidi a tutela della circolazione "riservata" e del divieto di *non utilizzo* dell'informazione in questione, il discorso si presenta diverso in relazione alle informazioni che non presentano natura di informazioni privilegiate (salvo quanto *infra* par. 18).

La prospettiva adottata dalla disciplina dall'*internal dealing* è di fotografare la possibilità che alcuni soci godano di un "favore informativo", che si presume nei confronti del socio che partecipi «in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale».

⁹¹⁾ M. BIANCHI – M. BIANCO – ♦. GIACOMELLI – ♦. PACCES – ♦. TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005, 57; BIANCO-PALUMBO, *Il CdA: quale funzione e quando è efficiente*, in *AGE*, 2003, 14; A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 463 e 465.

⁹²⁾ F. CHIAPPETTA, ♦, 12; A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *RDS*, 2008, 239.

⁹³⁾ Punto di partenza, per tutti, ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, cit., 576, ove veniva esclusa l'esistenza di un diritto generale dei soci di *esigere* la trasmissione di informazioni da parte degli amministratori, ma solo consentita nell'ambito dei gruppi di società la facoltà degli amministratori di informare la capogruppo al di fuori del procedimento assembleare (577); in precedenza, L.A. BIANCHI, *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, cit., 476; F. CAPRIGLIONE, *Potere della controllante e organizzazione interna di gruppo*, in *Riv. soc.*, 1990, 36 ss.; più recentemente, per approfondimenti sulla destinazione dei flussi informativi alla controllante in assenza di direzione e coordinamento: G. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005, 220 ss.; con riferimento, più genericamente, al "socio di controllo": ♦. GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005, 171. Va detto che gli studi di matrice aziendale danno atto, con minore imbarazzo, dell'esistenza di un rapporto informativo tra amministratori e soci, sul punto MELIS, ♦, 348 e 352 e ID., *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Torino, 1999, 76 e 82 e s.; A. ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, 2006, 261; A. ZATTONI - ♦. RAVASI, *Exploring the Political Side of Board Involvement in Strategy: a Study of Mixed-Ownership Institutions*, in *43 Journal of Management*, 2006, 14.

Fonte di questa conoscenza sarebbe la vicinanza agli *insider*, in particolare agli amministratori, al punto da annoverare al pari di costoro anche i soci rilevanti ai fini dell'obbligo di comunicazione *ex art.* 114, comma 7, TUF delle operazioni effettuate «aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegate»⁽⁹⁴⁾

In questa luce, il dialogo fra soci e amministratori al di fuori del canale istituzionale dell'informativa societaria apparirebbe consentito ancorché esso dia luogo ad una disparità di trattamento rispetto agli altri azionisti e investitori in generale o, se si preferisce, ad una situazione di asimmetria informativa⁽⁹⁵⁾.

15. Il principio di parità di trattamento (art. 92 TUF). Un'immagine efficace del dialogo tra amministratori e azionisti mostra i primi mettere a disposizione dei secondi le informazioni discusse in consiglio di amministrazione, magari consegnando l'intera documentazione distribuita in questa occasione. Talvolta, la comunicazione potrebbe addirittura precedere la discussione consiliare, quando, per esempio, l'amministratore delegato voglia condividere con l'azionista il progetto di un'operazione o un'opportunità di investimento prima di sottoporli all'esame del consiglio di amministrazione.

Nel tentativo di portare a termine il percorso ricostruttivo della materia, ci si avvede subito che nell'ambito della disciplina del mercato finanziario si incontra un primo ostacolo rappresentato dal principio di parità di trattamento, previsto nella “disciplina degli emittenti”, in apertura alla parte IV del TUF. Ai sensi dell'art. 92, comma 1, TUF gli emittenti devono garantire «il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni»; la norma prosegue, con il comma 2, dedicando specifica attenzione alla materia dell'informazione, in quanto gli emittenti devono garantire «a tutti i portatori di strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessarie per l'esercizio dei loro diritti».

La materia dell'informazione, che dalla disciplina del mercato finanziario riceve una connotazione trasversale agli interessi dei portatori di strumenti finanziari quotati tra loro tipologicamente diversi, impone, in effetti, una verifica delle implicazioni dell'art. 92, comma 1 e 2, TUF rispetto all'ipotesi di una diffusione selettiva di informazioni.

Per non interrompersi a questo punto, affermando apoditticamente che l'ipotesi di una comunicazione selettiva dall'amministratore a un socio si ponga sempre in violazione del principio di parità di trattamento, è necessario chiedersi se, nella sua duplice declinazione – parità in senso generale di cui al comma 1 e informativa del comma 2 – questo principio

⁹⁴⁾

⁹⁵⁾ Sulla relazione tra principio della parità di trattamento e comunicazione selettiva delle informazioni: ♦. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 16; per ulteriori fondamentali riflessioni sul principio di parità di trattamento nel contesto in esame: F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 3 e 11; ♦. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 903 e 905; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 197 e 204; ♦. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, 2007, 298 e s. e 302.

debba trovare applicazione in modo assoluto o, al contrario, se la sua portata possa essere delimitata alle informazioni che, a seconda delle discipline di volta in volta applicabile, si prevede debbano essere comunicate al mercato.

16. – (Segue) *Nei confronti «di tutti i portatori di strumenti finanziari che si trovano in identiche condizioni».* La collocazione dell’art. 92 TUF nell’ambito esclusivo della disciplina degli emittenti quotati ha condotto ad affermare l’estraneità di questa norma al diritto societario⁽⁹⁶⁾. Il principio di parità di trattamento, fortemente ancorato alla disciplina del mercato finanziario in ragione soprattutto della sua collocazione sistematica, non si estenderebbe – secondo l’opinione che si sta riportando e che sostanzialmente si condivide – all’ambito del contratto di società e ad esso resterebbe estranea, pertanto, la funzione di indirizzare il comportamento degli amministratori nei confronti degli azionisti.

La distanza concettuale tra il principio di uguaglianza delle azioni sancito all’art. 2348, comma 1, c.c. e il principio di parità di trattamento dell’art. 92 TUF è infatti notevole. Nel codice civile si trova affermato il principio dell’uguaglianza tra titoli azionari che non investe, invece, la materia della parità di trattamento tra azionisti (*rectius*, delle modalità di trattamento dei soci, da parte degli organi sociali, sulla base delle loro partecipazioni sociali)⁽⁹⁷⁾; al contrario, il TUF sancisce un principio di parità di trattamento con una formulazione che supera la dimensione del rapporto con gli azionisti per volgere al piano del trattamento “paritario” che l’emittente deve essere in grado di riservare a tutti i portatori di strumenti finanziari.

Tra loro, i portatori degli strumenti finanziari sono accomunati dall’elemento della quotazione (nell’essere stati, cioè, ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato), da cui discende l’assoggettamento alle regole della disciplina del mercato finanziario e ai condizionamenti derivanti dal funzionamento dello stesso⁽⁹⁸⁾.

A conferma del fatto che al principio di parità di trattamento è estranea la relazione tra i singoli prodotti finanziari – che, stanti le differenze tipologiche tra gli stessi, sarebbe in fondo irrealistica –, si dice che esso vada inteso in senso “forte”⁽⁹⁹⁾, in quanto destinato a trovare applicazione indipendentemente dalla natura del rapporto tra l’emittente e il portatore dello strumento finanziario, bensì operante *tra* strumenti finanziari (ad applicarsi, per esempio, contestualmente nei confronti dei portatori di obbligazioni, *warrant* o di altri strumenti).

I diritti amministrativi che tendenzialmente non accomunano i portatori di (vari) strumenti finanziari difficilmente potrebbero richiamare l’applicazione del principio contenuto all’art. 92, comma 1, TUF. Più concretamente, il principio di parità di trattamento può invece

⁹⁶⁾ G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 203 ss.

⁹⁷⁾ G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 202.

⁹⁸⁾ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 92*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, P. Marchetti - L.A. Bianchi (a cura di), Milano, 1999, 12 e 21.

⁹⁹⁾

rappresentare il criterio di indirizzo del comportamento dell'emittente con riguardo ai diritti di natura patrimoniale dei portatori di strumenti finanziari quotati ⁽¹⁰⁰⁾.

In particolare, l'art. 92, comma 1, TUF troverebbe applicazione, nel senso forte descritto, in relazione ai diritti di natura patrimoniale dei portatori di un medesimo strumento finanziario, in relazione soprattutto alle «aspettative di guadagno che sempre si accompagnano all'investimento in strumenti sui mercati quotati (c.d. *capital gain*), ovvero l'aspettativa in ordine alle condizioni ed alle opportunità di vendita sul mercato dello strumento finanziario» ⁽¹⁰¹⁾.

La prospettiva indicata è di particolare interesse. Essa consente di collocare il principio di parità di trattamento dell'art. 92, comma 1, TUF in relazione diretta al funzionamento del mercato finanziario nel quale scelte di investimento e disinvestimento sono effettuate sulla base delle informazioni diffuse dagli emittenti. Più precisamente, la *disclosure* al pubblico delle informazioni è considerata elemento fondamentale per il processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. L'investitore che effettua scelte di investimento, pur non conoscendo, né talvolta potendo comprendere a fondo tutte le informazioni potenzialmente disponibili, confida che tali informazioni siano riflesse nei prezzi degli strumenti finanziari.

Inoltre, e da una prospettiva che poi con la prima trova congiunzione, il principio di parità di trattamento dovrebbe precludere che si verifichino situazioni di disparità nelle quali una parte di operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari subisca l'asimmetria informativa che avvantaggia, invece, l'altra e più informata controparte della negoziazione. In altri termini, non dovrebbero operare sul mercato soggetti in grado di intravedere la convenienza di un'operazione grazie a un vantaggio informativo (asimmetrico e *ingiusto*) a discapito dei soggetti meno informati, e non – come invece dovrebbe essere - in virtù dell'abilità soggettiva (nel valutare prospetticamente e interpretare le informazioni già disponibili sul mercato).

Il discorso potrebbe apparire eccessivamente teorico, anche alla luce della constatazione che le operazioni sul mercato finanziario avvengono con controparti delle quali è ignota l'identità. Tuttavia, se dal piano individuale si passa a quello generale, dalla mancanza di fiducia nella correttezza degli operatori sul mercato discende una fonte di illiquidità del mercato (ossia meno risorse che affluiscono sul mercato finanziario) e, da ultimo, un innalzamento del costo di raccolta del capitale per gli emittenti ⁽¹⁰²⁾.

Questo quadro suggerisce alcune considerazioni relative al contributo del principio di parità di trattamento di cui all'art. 92, comma 1, TUF alla protezione dell'interesse patrimoniale di tutti – e indistintamente – i portatori di strumenti finanziari in occasione dell'ingresso o dell'uscita dall'investimento.

Nel momento dell'investimento o del disinvestimento in strumenti finanziari quotati, il principio di parità di trattamento trova realizzazione se nessuna delle controparti delle

¹⁰⁰⁾ G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 205.

¹⁰¹⁾ G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 205 e s.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, cit., 199.

¹⁰²⁾ N. MOLONEY, *Securities Regulation*, cit., 925.

operazioni dispone di un vantaggio informativo, nella forma di una conoscenza ignota agli altri soggetti.

Su piano del comportamento richiesto agli emittenti, il rispetto del trattamento “paritario” da riservarsi ai portatori di strumenti finanziari impone attenzioni e cautele (estreme) al fine di evitare che siano realizzate sul mercato transazioni in condizioni di asimmetria informativa. La materia del trattamento paritario sul piano informativo dei portatori di strumenti finanziari è dunque effettivamente oggetto dell’art. 92, comma 1, TUF ma solo nei limiti della protezione degli interessi patrimoniali dei portatori di strumenti finanziari. Il che significa – è il caso di sottolinearlo – che la disposizione richiamata pone l’attenzione verso una parità di trattamento non astratta bensì operante tra coloro che *negozano* strumenti finanziari quotati.

Da questo punto di vista, l’art. 92, comma 1, TUF svolge il ruolo di norma di rafforzamento e completamento di altri strumenti previsti dall’ordinamento giuridico che affrontano in modo più diretto il problema della comunicazione selettiva dall’emittente verso soggetti selezionati. Il riferimento va alle norme analizzate nel corso della parte I del presente lavoro. Le informazioni privilegiate sono trattate alla stregua di conoscenze che, a partire dal momento genetico della loro esistenza, assumono una dimensione pubblica; ne discende l’obbligo in capo all’emittente di farsi carico “senza indugio” della comunicazione al pubblico (art. 114 TUF), così anche limitando le opportunità di sfruttamento delle stesse da parte degli *insider* (o, eventualmente, da parte di soggetti da costoro indebitamente informati). Quando non si sia ancora realizzato l’obbligo di comunicare *ex art. 114 TUF*, quando cioè l’informazione non può che trovarsi nella sfera di conoscenza degli *insider* (o nelle ipotesi consentite di ritardo nella comunicazione: art. 114, comma 3, TUF e art. 66-*bis* RE) vige il divieto di abuso che preclude qualsiasi forma di sfruttamento delle informazioni privilegiate.

Volendo trarre una prima conclusione, ci pare di poter affermare che il principio di parità di trattamento previsto all’art. 92, comma 1, TUF non arretri al piano del divieto degli amministratori di comunicare con il socio ma operi su quello dell’interesse patrimoniale dei portatori di strumenti finanziari nelle operazioni di mercato. In astratto e semplificando, non vi sarebbe lesione del principio se gli amministratori fossero in grado di garantire il rispetto della confidenzialità e il divieto di abuso delle conoscenze.

Se quanto osservato non basta, da solo, a legittimare, in sé, la trasmissione da parte degli amministratori delle informazioni ai soci, dovrebbe tuttavia essere sufficiente a dimostrare che il principio di parità di trattamento non costituisce un ostacolo insuperabile, in principio, verso l’ammissibilità, a certe condizioni, di una comunicazione selettiva tra amministratori e soci.

17. (Segue) La parità di trattamento informativa. L’integrazione del principio di parità di trattamento contenuto all’art. 92, comma 1, TUF con la previsione di una specifica parità informativa nel successivo comma 2 potrebbe far vacillare le conclusioni raggiunte al precedente paragrafo. Ci si chiede se il riferimento espresso alle «informazioni necessarie per l’esercizio dei loro diritti» non voglia introdurre una parità assoluta – e dunque non operante

solo nel momento delle negoziazioni sul mercato – che imporrebbe la trasmissione di qualsiasi informazione in favore dei portatori di strumenti finanziari quotati.

Non ci sembra tuttavia che all'art. 92, comma 2, TUF possa essere riconosciuta una portata così estesa.

In primo luogo, serve ricordare il contesto nel quale questo principio è stato introdotto. Esso deriva dall'art. 1 del d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007 che ha recepito la direttiva c.d. *Transparency* ⁽¹⁰³⁾. In particolare, all'art. 17 della direttiva si prevede che l'emittente debba garantire «che tutti gli strumenti e informazioni necessari per consentire ai possessori di azioni di esercitare i loro diritti siano disponibili nello Stato membro d'origine» e prosegue precisando la diffusione capillare di informazioni attinenti più che altro alle modalità di esercizio dei diritti (luogo e data di convocazione dell'assemblea, ordine del giorno, moduli di delega, pubblicazione di «comunicazioni e circolari» relative a talune operazioni come distribuzione di dividendi e aumenti di capitale, cfr. art. 17, paragrafo 2, lett. a)-d), direttiva *Transparency*). In questo contesto è chiaro come l'accento della norma sia posto non tanto sulle informazioni, in generale, quanto sulla necessità di mettere a disposizione dei soci, in modo rapido, tempestivo e facilmente accessibile, quelle informazioni che sono richieste per l'esercizio dei «loro diritti» e tra questi, come intuibile, il diritto di voto.

Inoltre, la circostanza che il diritto all'accesso paritario alle informazioni sancito dalla direttiva *Transparency* sia regolato separatamente agli articoli 17 e 18 dedicati l'uno agli «obblighi di informazione per gli emittenti le cui *azioni* sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato» ⁽¹⁰⁴⁾ e l'altro agli «obblighi di informazione per gli emittenti i cui *titoli di debito* sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato» ⁽¹⁰⁵⁾, conferma che la parità informativa in questione attiene al pari accesso delle informazioni che consentono e agevolano azionisti e obbligazionisti alla partecipazione delle relative assemblee.

Lo stesso approccio è ribadito peraltro anche nell'articolo 4 della direttiva c.d. *Shareholders' Rights* ⁽¹⁰⁶⁾ ove il principio di trattamento paritario che deve essere assicurato dalla società ai suoi azionisti «che si trovano nella stessa posizione» ha una portata limitata «alla partecipazione e l'esercizio dei diritti di voto in assemblea».

Ci pare di poter affermare che, nel contesto della legislazione europea, la parità informativa di cui all'art. 92, comma 2, TUF sia da intendersi come funzionale all'esercizio dei diritti del socio, ponendo quindi l'accento sulla disponibilità materiale delle informazioni. Pertanto, il riferimento alle «informazioni *necessarie* per l'esercizio dei diritti» limita l'applicazione del principio di parità di trattamento solo a quelle specifiche informazioni che possono supportare il socio nell'esercizio consapevole dei diritti ad esso spettanti.

¹⁰³⁾ Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, e che modifica la direttiva 2001/34/CE pubblicata in GUUE del 31 dicembre 2001, Serie L 390/38.

¹⁰⁴⁾ Corsivo aggiunto.

¹⁰⁵⁾ Corsivo aggiunto.

¹⁰⁶⁾ Cfr nt. ●.

Certo è che se, in riferimento a un'assemblea convocata, gli amministratori ritenessero di dover integrare o aggiornare l'informazione al fine di assicurare un esercizio consapevole del voto, la comunicazione relativa andrebbe inderogabilmente indirizzata a tutti gli azionisti e, in ragione della destinazione pubblica dell'informazione delle società quotate, essa andrebbe rivolta all'intero mercato (dunque, in seconda analisi, a tutti i «portatori di strumenti finanziari quotati» che sono i diretti destinatari del principio dell'art. 92, comma 1 e 2, TUF).

Tuttavia, se l'informazione in questione non condiziona, in un particolare momento, l'esercizio dei diritti dei portatori di strumenti finanziari quotati, la protezione dell'interesse patrimoniale di costoro non richiede – necessariamente, come si spera di aver messo in luce – una diffusione perfettamente simmetrica della medesima.

Ne discende, in conclusione, un diritto alla parità di trattamento che, ispirato al modello del c.d. *market equalitarism* ⁽¹⁰⁷⁾, non pone l'accento sul «divellamento delle posizioni dei singoli investitori» ⁽¹⁰⁸⁾, tendendo invece a valorizzare il ruolo delle regole che spingono all'efficienza, al funzionamento e alla trasparenza di un mercato dei capitali al quale gli investitori possano guardare come ad un ambiente nel quale entrare con fiducia ⁽¹⁰⁹⁾.

18. *L'ambito soggetto della fattispecie: nei confronti di quali soci è ipotizzabile una comunicazione selettiva di informazioni privilegiate?* – Effettuare una *disclosure* selettiva significa comunicare un'informazione privilegiata a determinati soggetti senza che la stessa sia oggetto contestualmente o di comunicazione al pubblico. L'art. 114, comma 4, TUF prevede che «i soggetti indicati al comma 1» (emittenti, soggetti controllanti e società controllate) o i soggetti che agiscono «in loro nome e per conto» possano comunicare a terzi le informazioni privilegiate solo «nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» a condizione che il terzo destinatario «sia soggetto a un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale». In caso contrario, l'informazione trasmessa selettivamente deve essere oggetto di comunicazione simultanea (in caso di comunicazione intenzionale) o senza indugio (in caso di comunicazione non intenzionale).

Il primo interrogativo da porsi è se sia dunque possibile effettuare una comunicazione selettiva al socio e, soprattutto, quali condizioni debbano sussistere affinché l'emittente non incorra nell'obbligo di divulgazione (simultanea o senza indugio) al fine di ripristinare la parità informativa.

Il secondo requisito, ossia l'obbligo di riservatezza in capo al destinatario dell'informazione privilegiata, è di più semplice accertamento.

In primo luogo perché in caso di comunicazione dell'informazione privilegiata al socio è sicuramente improntato a diligenza il comportamento degli amministratori che, con l'obiettivo di sensibilizzare agli obblighi di confidenzialità dell'informazione (e di *non trading*), prevedano, contrattualmente, un obbligo di riservatezza.

¹⁰⁷⁾ N. MOLONEY, *Securities Regulation*, cit., 925.

¹⁰⁸⁾ G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 207.

¹⁰⁹⁾ R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il Mercato mobiliare*, cit., 230.

In secondo luogo, si potrebbe altresì argomentare che «in ragione ... della partecipazione al capitale dell'emittente» il socio sia comunque soggetto ad un obbligo legale di riservatezza in quanto *insider primario*, ex artt. 184, comma 1 e 187-bis, comma 1, TUF, essendo pertanto tenuto a non comunicare «tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» (artt. 184, comma 1 lett. b) e 187-bis, comma 1, lett. b) TUF).

In realtà, questo secondo argomento non può coprire tutte le ipotesi di comunicazione ai soci. Il riferimento alla «partecipazione al capitale» sembra condurre ad escludere dall'insieme degli *insider primari* i soci di minoranza. Ma anche questo argomento, forse prova troppo. In effetti, l'inserimento del partecipante al capitale « a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente» (come recita l'art. 2, paragrafo 1, lett. d) del direttiva *market Abuse*) non dovrebbe nemmeno implicare necessariamente che un socio di controllo sia, in quanto tale, indiscriminatamente e, senza filtri, destinatario di informazioni privilegiate. Al contempo, non dovrebbe nemmeno escludersi che nei confronti di un socio diverso dal socio di controllo possano sussistere motivazioni sufficienti per legittimare la trasmissione di informazioni.

Cercare di riproporre la tesi che la qualifica di *insider primario* dipenda dalla detenzione di una determinata partecipazione al capitale non sembra doversi accogliere, soprattutto in ragione del primo requisito di cui all'art. 114, comma 4, TUF relativo al conteso della comunicazione che può essere effettuata solo «nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» ⁽¹¹⁰⁾.

Si ricorda, infatti, come già messo in luce, che gli *insider primari* (tra i quali i soci) devono comunque aver ricevuto l'informazione. La trasmissione dell'informazione non è consentita al socio in quanto tale, bensì il consiglio di amministrazione, o l'amministratore delegato, a seconda dei casi, devono valutare la sussistenza di «ragioni» idonee a giustificare la comunicazione selettiva, tenendo altresì in considerazione i rischi di divulgazione incontrollata che si potrebbero verificare.

E' più che realistico aspettarsi che siano i soci di controllo i soggetti destinatari di una trasmissione motivata di queste informazioni, ma ciò non esclude che, in taluni circostanze, uno o più soci rilevanti ne siano i destinatari (es.: investitori istituzionali o partecipanti ad un patto parasociale).

Pertanto, la qualifica di *insider primario* è idonea a trovare applicazione nei confronti di qualsiasi socio a condizione che – in quanto socio – egli abbia ricevuto l'informazione privilegiata. Questo necessario legame, tra l'essere socio e disporre di un'informazione privilegiata, impone di tornare sul primo requisito, chiedendosi quale possa essere la ragione della comunicazione ricevuta dagli amministratori.

La dottrina che si è occupata dell'argomento tende perlopiù a prospettare che siano considerati *insider* i soci che «per la loro posizione all'interno della compagine sociale godono

¹¹⁰⁾ S. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010, 169; E. AMATI, *Sub art. 184*, in ..., 1050 e s.

di un accesso quasi istituzionale alle conoscenze prodotte dalla società» (111) ma l'affermazione non viene ulteriormente approfondita.

In relazione al soggetto controllante, potrebbe affermarsi, in modo disarmante, l'incoerenza di una soluzione che precluda all'amministratore di parlare con la proprietà. Nei termini tecnici usati dalla materia si potrebbe dire che è nella "funzione" e nell'"ufficio" di amministratore il dialogo con il socio di controllo, quasi che lo sia, per definizione, in esecuzione del mandato attribuito dalla maggioranza in occasione della nomina dello stesso. Richiamare l'interesse sociale potrebbe apparire pleonastico, ove in fondo, al di là del fatto in sé della comunicazione l'amministratore resti arbitro e libero nelle sue scelte di gestione. D'altra parte, la ragione della comunicazione risiede probabilmente nella ricerca dell'appoggio del socio necessario e diretto, ove per esempio dell'operazione in corso si imponga presto o tardi un passaggio in assemblea o, indiretto, nel senso che gli amministratori necessitano, comunque, dell'appoggio dei socio di controllo per ottenere garanzie di continuità della loro gestione anche nel lungo periodo.

Più che altro a noi pare che l'amministratore debba sempre tener conto – e in questo si concretizza tanto un'applicazione del principio di parità di trattamento nei confronti del mercato, quanto l'interesse della società – delle conseguenze della comunicazione effettuata nei confronti di un socio. Egli non potrà procedere alla comunicazione ove percepisse un rischio di circolazione impropria dell'informazione a causa, per esempio, dei tempi lunghi di un'operazione o in presenza di più soggetti che dell'informazioni sarebbero destinatari, come di fronte a più soci partecipanti ad un patto parasociale.

In tal caso, il socio resterà all'oscuro dell'informazione privilegiata. Ma nemmeno questa conclusione deve sorprendere. In fondo, il socio di controllo ha delineato con l'amministratore le strategie e le linee di indirizzo. Ciò che manca a completare la sua conoscenza sarà, nel breve periodo, l'informazione privilegiata della quale sarà informato al più tardi in sede di comunicazione al pubblico.

Ben più difficile appare invece legittimare un dialogo con un socio di minoranza, a meno che, ancora una volta, la comunicazione non consenta di raggiungere un fine specifico. Si pensi all'appoggio di un'operazione per la quale sia richiesta una maggioranza qualificata, da valutarsi per poter proseguire nelle trattative. Legittima potrebbe apparire anche la comunicazione ad una categoria di investitori in sede, per esempio, di un'operazione di collocamento riservata, ma sempre ponderando i rischi di circolazione impropria dell'informazione. Forse anche nel caso di investitori che congiuntamente si pongano in una prospettiva dialettica nei confronti degli amministratori nell'esercizio di un attivo potere di monitoraggio, e in questa accettino espressamente di ricevere informazioni privilegiate a scapito della possibilità di operare sui titoli.

Resta un fatto: la comunicazione con il socio di controllo – come in fondo nell'ambito del fenomeno della direzione e coordinamento – appare più facilmente giustificabile. Esso si colloca nell'ambito di un dialogo "istituzionalizzato" con riguardo alle informazioni non privilegiate e che merita correzioni e accorgimenti nei tempi e nelle modalità in relazione a un contenuto che abbia la natura di informazione privilegiata.

111)

19. Conclusioni. - L'analisi sin qui condotta non è che un primo tentativo di ricognizione su un tema articolato e in certa misura sfuggente, anche in ragione dell'evidente contraddizione tra una prassi operativa ampiamente diffusa (il dialogo tra amministratori e i soci di controllo, al di fuori dei canali istituzionali dell'informativa assembleare e pre-assembleare) e l'assenza di disposizioni che ne forniscano una disciplina organica e un quadro normativo di riferimento compiuto, vuoi nel senso di affermare la legittimità di tale dialogo, vuoi nel senso opposto di vietarlo.

Una parziale eccezione a tale "vuoto" del diritto positivo è rappresentata dal fenomeno dei gruppi, nel quale più di una norma formalizza un canale informativo preferenziale tra le società controllate e la *holding*, per quanto, anche in tale contesto – come si è avuto modo di sottolineare – lo scambio di informazioni extra-assembleare è previsto solo per finalità specifiche e le disposizioni che lo prevedono non possono essere lette come un riconoscimento generalizzato del diritto del socio di controllo di ricevere notizie dalle proprie controllate.

Al di fuori di tale ambito, soprattutto nella disciplina delle società quotate l'esistenza di flussi informativi asimmetrici tra amministratori e alcuni soci più influenti (ancorché non necessariamente di controllo) pare costituire il presupposto logico, ma non espresso, di previsioni normative, quali quelle in materia di abusi di mercato – con l'inclusione dei soci tra i c.d. *insider* primari – oppure in materia di *internal dealing*, ove gli obblighi di *disclosure* previsti dall'art. 114, comma 7, TUF sono estesi anche ai detentori di azioni dell'emittente in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, sottendendone una maggiore "vicinanza" alla società e ai suoi amministratori e la possibilità di accedere a conoscenze e notizie di cui gli altri soci e gli investitori terzi non dispongono.

In tale contesto normativo frammentario e incompleto, nel presente lavoro si è cercato di verificare in che misura e con quali presidi procedurali sia possibile per gli amministratori di un emittente quotato comunicare selettivamente ad alcuni soci soltanto notizie relative alla società, concentrandoci in particolare sulle informazioni privilegiate *ex art.* 181 TUF.

Le conclusioni raggiunte, necessariamente preliminari e soggette ad ulteriori approfondimenti e verifiche anche alla luce delle esperienze straniere in materia, possono essere sinteticamente riassunte come segue:

– allo stato dell'ordinamento attualmente vigente, al singolo socio non può riconoscersi un diritto *individuale* e generalizzato all'informazione societaria, quand'anche sia titolare di una partecipazione rilevante o addirittura di controllo; nonostante la sua qualità di socio-proprietario, egli non dispone del diritto di rivolgersi agli amministratori per interrogarli in profondità o nel merito di specifiche questioni, né tanto meno di ricevere informazioni, in via preferenziale e autonoma rispetto agli altri azionisti, al di fuori dei canali istituzionali previsti per l'informazione al pubblico;

– ciò nondimeno, nella prospettiva dell'emittente, l'assenza di un diritto del socio alla comunicazione selettiva non preclude che, almeno in alcune circostanze, siano gli

amministratori a trasmettere *su base volontaria* informazioni privilegiate ai soci di riferimento, *in primis* quelli di controllo;

– peraltro, data la natura delle informazioni in discorso, la scelta di procedere alla comunicazione selettiva ad alcuni soci soltanto prima della diffusione al mercato non può essere rimessa al singolo amministratore, ma dovrà essere condivisa dall'organo amministrativo più ampiamente inteso che, nel farlo, sarà tenuto a compiere una valutazione comparativa tra l'interesse del socio a ricevere la notizia, quello della società a condividere decisioni delicate con gli azionisti più rilevanti e, ancora, l'interesse antitetico del mercato alla diffusione di informazioni privilegiate in modo simmetrico a tutti gli investitori, attuali e potenziali. Tale disamina collegiale (eventualmente svolta in forma ristretta in seno al comitato esecutivo) è da ritenersi necessario anche nell'ipotesi in cui la natura di informazione privilegiata oggetto di comunicazione dipenda da scelte gestionali del singolo amministratore delegato o *executive*; ciò in quanto a quest'ultimo non pare delegabile la valutazione comparativa tra interesse sociale e interesse del socio a ricevere l'informazione, di cui si è detto poc'anzi;

– in aggiunta, oltre ad una valutazione dell'organo amministrativo in formazione collegiale, la comunicazione di informazioni privilegiate al socio di controllo o comunque rilevante dovrà essere accompagnata da una serie di ulteriori cautele di natura procedurale, quali ad esempio l'iscrizione del socio che riceve la comunicazione nei registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate tenuti dall'emittente, nonché, ancor prima, l'obbligo di render edotto il socio del carattere privilegiato delle informazioni che l'emittente si accinge a comunicare, così da consentirgli di confermare preventivamente la propria volontà di riceverle;

– in alcuni casi, peraltro, è ipotizzabile l'esistenza un divieto assoluto di comunicazione di informazioni privilegiate al socio; tale maggior rigore sembra in particolare applicabile nelle ipotesi in cui la disparità tra soci deriva dalla decisione del socio informato di astenersi dal compiere operazioni (di acquisto o vendita) sulle azioni. In fattispecie del genere, infatti, né l'inclusione dei soci dell'emittente quotato tra gli *insider* primari, né tantomeno i presidi organizzativi e le misure precauzionali che ne derivano paiono costituire soluzioni idonee ad evitare che il socio informato “utilizzi” l'informazione privilegiata ricevuta ponendo in essere quelli che nel presente lavoro sono stati definiti “comportamenti omissivi”, astenendosi dal compiere operazioni di compravendita sulle azioni della quotata che altrimenti avrebbe effettuato. Pertanto, in casi del genere la comunicazione selettiva ad uno o più soci sarà eventualmente giustificata solo se sia l'unica via per perseguire l'interesse sociale e quindi, indirettamente, anche quello degli azionisti che sono esclusi dal flusso informativo;

– il principio di parità di trattamento non modifica, da solo, le conclusioni raggiunte. Esso trova realizzazione nella pubblicità delle informazioni previste dal sistema legale dell'informativa societaria e nell'accesso non discriminato alle stesse da parte di soci ed investitori. Parità e simmetria informativa (tra *insider* e *outsider*) si coniugano nella materia delle informazioni privilegiate per le quali la comunicazione è prevista *senza indugio*. Tuttavia, l'inevitabile persistenza nella sfera societaria di informazioni privilegiate non ancora soggette

all'obbligo di pubblicità (in relazione a eventi e circostanze ragionevolmente prevedibili) impone agli amministratori massima cautela – come espressione della diligenza ad essi richiesta – affinché un'eventuale comunicazione selettiva ai soci, ove giustificata, non si rifletta in una violazione della parità di trattamento tra “portatori di strumenti finanziari”. Parità che nella disciplina dei mercati finanziari si esprime concretamente in termini di simmetria informativa tra soggetti che operano sul mercato.