

XI CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI  
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE

“ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE”

“ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E  
RISTRUTTURAZIONE DELL'IMPRESA NEL DIRITTO INTERNO E  
NELLA DIMENSIONE TRANSNAZIONALE”

ROMA, 14-15 FEBBRAIO 2020

FILIPPO ANNUNZIATA

“MADAMINA, IL CATALOGO E' QUESTO...”  
LA *DISCLOSURE* DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE, TRA  
REGOLE SPECIALI E DISCIPLINA DELL'ORGANIZZAZIONE  
D'IMPRESA

SOMMARIO. 1. Introduzione. 2. Informazione privilegiata e obblighi di *disclosure*: una frontiera mobile. 2.1. I modi di diffusione delle informazioni privilegiate. 2.2. I tempi di diffusione delle informazioni privilegiate. 2.3. Le sanzioni amministrative. 2.4. *Disclosure* e *business judgment rule* nel contesto del MAR. 2.4.1. Alcuni profili problematici. Il c.d. “ritardo tecnico”. 2.5. La *disclosure* nei gruppi. 2.6. La disciplina del c.d. ritardo: il rilievo organizzativo. 2.6.1. (Segue): le informazioni morte... prima di vedere la luce. 2.6.2. (Segue): una questione controversa: la formazione dei dati contabili. 2.7. La condotta legittima: eccezione o principio? 3. Profili di responsabilità per inadempimento degli obblighi di *disclosure*. 4. Considerazioni conclusive.

1. *Introduzione*. Nella celebre aria del Don Giovanni mozartiano “*Madamina, il catalogo è questo...*” Leporello elenca, all'attonita Don Elvira (inconsolabile compagna di Don Giovanni, da quest'ultimo abbandonata e tradita) il lungo elenco delle amanti del libertino, da lui

scrupolosamente tenuto<sup>1</sup>. Passa in rassegna, Paese per Paese, il numero delle conquiste di Don Giovanni, mostrando una sorprendente capacità di catalogazione del (davvero!) ampio materiale. L'esercizio classificatorio di Leporello richiama alla mente ciò che sono tenuti a svolgere gli emittenti che rientrano nell'ambito di applicazione delle regole di disclosure discendenti dal Regolamento (UE) 596/2014 del 15 aprile 2014 ("*Market Abuse Regulation* - MAR"): identificare, gestire, monitorare, il complesso universo delle informazioni da comunicare al mercato, nel continuo divenire dell'attività di imprese, a volte di grandissime dimensioni, e connotate da complessi meccanismi di funzionamento.

Lo scopo che ci si prefigge con queste note è indagare i profili organizzativi dell'attività di impresa che emergono dalla disciplina della gestione e della *disclosure* delle informazioni privilegiate<sup>2</sup>. Come avremo modo di mostrare, la nuova prospettiva nella quale il MAR colloca la nozione di informazione privilegiata, rispetto a quella recata dalla previgente direttiva UE del 2003, accentua, e sotto vari profili modifica, la dimensione organizzativa della disciplina di cui si discute e, per tale via, solleva varie questioni sia sul piano delle regole speciali introdotte dal MAR, sia sotto il profilo della disciplina generale.

---

<sup>1</sup> Don Giovanni, Mozart-Da Ponte, 1787, Atto I.5: "Madamina, il catalogo è questo/ delle belle che amò il padron mio;/ un catalogo egli è che ho fatt'io:/ osservate, leggete con me./ In Italia seicento e quaranta,/ in Lamagna duecento e trentuna,/ cento in Francia, in Turchia novantuna,/ ma in Ispagna son già mille e tre./ V'han fra queste contadine,/ cameriere, cittadine,/ v'han contesse, baronesse,/ marchesane, principesse,/ e v'han donne d'ogni grado,/ d'ogni forma, d'ogni età." (omissis). (fonte: I libretti mozartiani, Garzanti, Milano, 1976).

<sup>2</sup> Alcune riflessioni, già orientate nella direzione del presente contributo, sono state svolte dall'autore di queste note in precedenti scritti: *Informazione societaria e organizzazione d'impresa*, in Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti, Milano, Egea, 2011 p. 1 ss.; *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Le Società*, n. 2/2016, 169 ss.

L'obbligo dell'emittente di comunicare al pubblico, non appena possibile, le informazioni privilegiate che lo riguardano direttamente, sancito dall'art. 17 MAR, è notoriamente volto a soddisfare le esigenze di trasparenza del mercato, allo scopo di convogliare allo stesso le informazioni che sono in grado di influire, in modo significativo, sul processo di formazione dei prezzi: si tratta, dunque, di una prescrizione che si indirizza primariamente verso *l'esterno* dell'impresa, e che soddisfa interessi precipui del *mercato*, in linea con la teoria dei mercati efficienti che sottintende l'intero impianto normativo del Regolamento UE. Tuttavia, anche - e, diremmo, soprattutto - in virtù della nuova formulazione del MAR, l'obbligo di *disclosure* mostra di avere pregnanti ricadute *interne* sull'attività di impresa e sulla sua organizzazione, da valutarsi nel contesto del più generale dovere di assicurare un adeguato assetto organizzativo, anche secondo la nuova formulazione dell'art. 2086 del codice civile. Le interrelazioni tra disciplina speciale, e diritto comune, appaiono, con riguardo alla materia di cui si discute, dense di conseguenze, *in primis* con riguardo alle modalità con le quali gli amministratori predispongono adeguati presidi per il rispetto della disciplina della *disclosure*; in secondo luogo, con riguardo ai profili di responsabilità; infine, relativamente ai fenomeni circolatori delle informazioni all'interno di imprese e gruppi di impresa. In vero, dall'assetto del MAR sembrano potersi ricavare nuove conferme circa il fatto che la gestione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti quotati rileva sia sul piano del rispetto della disciplina speciale, sia in quanto concretizzazione del più ampio dovere degli amministratori di assicurare adeguati assetti organizzativi, ora sancito anche dall'art. 2086 c.c.<sup>3</sup>. In questo senso, la disciplina della *disclosure* dell'informazione privilegiata assume, allora, una valenza anche *interna*.

---

<sup>3</sup> Nelle presenti note, l'espressione "emittenti quotati" è da intendersi in senso ampio, tale cioè da ricomprendere tutti gli emittenti che sono sottoposti alla disciplina del MAR e, pertanto, sia quelli che hanno strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, sia quelli che hanno strumenti ammessi alla negoziazione negli MTF e negli OTF. Le considerazioni espresse possono anche estendersi agli emittenti titoli diffusi, che sono esclusi dall'ambito di applicazione del MAR, ma che rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina interna, in base all'art. 114 TUF, come novellato a

2. *Informazione privilegiata e obblighi di disclosure: una frontiera mobile.* Il rapporto tra regole di *disclosure* delle informazioni privilegiate ed organizzazione d'impresa deve indagarsi muovendo, giocoforza, dalla nozione stessa di informazione privilegiata. In proposito, è noto che il MAR - in vigore dal 3 luglio 2016 - ha ampliato tale nozione, con riguardo alla disciplina degli obblighi di *disclosure*, rispetto alla Direttiva 2003/6/CE, al fine di ricomprendervi anche le informazioni che - avendo i requisiti richiesti - si manifestano nelle fasi intermedie di un processo prolungato: la questione, e le origini di questa impostazione (risalenti alla nota sentenza nel caso *Gelt*, deciso dalla Corte di giustizia UE) sono sin troppo note perché sia utile ritornare sul punto in questa sede<sup>4</sup>.

L'art. 7, comma 2, MAR, letto in congiunzione con l'art. 17, realizza, pertanto, una dimensione dinamica degli obblighi di informazione, che - in virtù di uno stesso evento, fatto, o circostanza, che non siano a manifestazione istantanea (come, in vero, per la maggior parte degli eventi che connotano l'attività d'impresa) - tendono a frammentarsi, e ad articolarsi in più fasi, da individuarsi sulla base della natura privilegiata che connota l'informazione che viene a maturare in ciascuna di esse. In tale contesto assumono, in particolare, rilievo la natura precisa dell'informazione quale si presenti anche nelle fasi intermedie di un processo prolungato, nonché la sua idoneità ad incidere in misura

---

seguito dell'entrata in vigore del Regolamento UE. Sul punto, va però osservato che le regole applicabili agli emittenti titoli diffusi risultano ora diverse rispetto a quelle recate dal MAR, in quanto gli obblighi di *disclosure* non sono, in questo caso, riferiti (anche) alle fasi intermedie di processi prolungati: in sintesi, per gli emittenti titoli diffusi la disciplina nazionale ha mantenuto ferme le regole che si seguivano anteriormente al MAR, ed in base alle quali la comunicazione delle informazioni privilegiate è richiesta soltanto al *verificarsi* di un fatto o di un evento, e non anche nelle fasi intermedie del processo che conduce a tale fatto, o evento (cfr. l'art. 116, c. 1-bis TUF).

<sup>4</sup> In letteratura, ex multis, S. GILOTTA - F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. Soc.*, 1, 2018, 83 ss.

significativa sul prezzo degli strumenti finanziari<sup>5</sup>. L'emittente soggetto agli obblighi di cui all'art. 17 del Regolamento vede, per tale via, articolarsi l'obbligo di informazione continua secondo tratti assai più pervasivi rispetto agli assetti previgenti al MAR, là dove - in base a questi ultimi - la *disclosure* poteva attendere il *verificarsi* dell'evento rilevante: ciò comporta specifici, e non secondari impatti sul piano dell'organizzazione dell'attività di impresa, sia a livello individuale, quanto di gruppo.

2.1. *I modi di diffusione delle informazioni privilegiate.* Nel contesto del MAR (come già in parte nella Direttiva previgente) gli obblighi di comunicazione delle informazioni sono qualificati già sul piano delle *modalità* di adempimento, con chiari risvolti che incidono sul piano dell'organizzazione d'impresa.

Gli emittenti quotati, infatti, non possono adempiere liberamente agli obblighi di *disclosure*, ma devono provvedervi secondo le regole e gli standard tecnici discendenti dalla normativa di riferimento: la necessità di conformarsi a tali regole colora, dunque, di profili organizzativi la materia di cui si discute, giacché l'informazione privilegiata può dirsi effettivamente e senz'altro disponibile per il pubblico (e, dunque, non più soggetta alle tutele, anche penali, previste dalla legge) là dove essa sia diffusa dall'emittente stesso, secondo gli strumenti ed i parametri indicati dal legislatore UE<sup>6</sup>. Tali profili incidono, in primo luogo, sui

---

<sup>5</sup> Si veda, a riguardo, la definizione di informazione privilegiata di cui all'art. 7, c. 2 MAR, che si chiude con la precisazione per la quale "nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso".

<sup>6</sup> E' discussa la possibilità di riconoscere natura *pubblica*, in senso tecnico, ad un'informazione diffusa sul mercato indipendentemente dall'osservanza, da parte dell'emittente, delle regole di cui si discute. Già sul piano logico, la questione, in vero, sembrerebbe non dovrebbe porsi: la natura pubblica di una

canali - ossia sui mezzi - da utilizzare per la diffusione delle informazioni, e, in secondo luogo, sulle cautele da osservare affinché l'informazione privilegiata sia chiaramente riconoscibile all'esterno, e non abbia a che confondersi con altra comunicazione resa dall'emittente al mercato, sia per ragioni commerciali, sia per altro verso. In questo senso, il MAR ha introdotto regole precise, alle quali gli emittenti devono attenersi<sup>7</sup>. La

---

notizia, di un'informazione, è un elemento di fatto, che va verificato nel concreto. Ad esempio, una notizia pubblicata su un giornale quotidiano a diffusione nazionale parrebbe avere natura "pubblica". Tuttavia, la disciplina sembra muovere in una diversa direzione: v., ad esempio, la posizione della Consob, che - nelle proprie Linee Guida del 2018 - rimarca che « Per i motivi già illustrati, è tuttavia da escludere che l'informazione possa essere considerata pubblica ai sensi di MAR finché la stessa non è comunicata dall'emittente stesso con le corrette modalità » (così, al punto 4.3.2).

<sup>7</sup> Nelle proprie Linee Guida, la Consob ricorda che:

« 7.3.1 L'emittente pubblica l'informazione privilegiata secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva dell'informazione da parte del pubblico [articolo 17(1) MAR]; 7.3.2 A tal fine l'emittente ammesso alle negoziazioni su un mercato regolamentato utilizza uno SDIR o procede alla diffusione in proprio delle Informazioni Regolamentate con modalità idonee ad assicurare il rispetto delle previsioni della Direttiva Transparency [articolo 17(1) MAR; articolo 21 Direttiva Transparency]; 7.3.3 L'emittente che non è obbligato ad utilizzare uno SDIR può diffondere l'informazione privilegiata con uno strumento tecnico che permette di: a) diffondere le informazioni: i) senza discriminazioni a una platea il più possibile ampia, ii) gratuitamente, iii) simultaneamente in tutta l'Unione Europea; b) comunicare le informazioni, direttamente o tramite terzi, ai mezzi di informazione sui quali il pubblico fa ragionevole affidamento per l'effettiva diffusione di tali informazioni. La comunicazione avviene tramite un mezzo elettronico che consente di preservare la completezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni in fase di trasmissione e indica chiaramente: i) la natura privilegiata dell'informazione comunicata; ii) l'identità dell'emittente: ragione sociale completa; iii) l'identità del notificante: nome, cognome, posizione presso l'emittente; iv) l'oggetto delle informazioni privilegiate; v) la data e l'ora della comunicazione ai media [articolo 2(1) RE 2016/1055] ».

*disclosure* dell'informazione viene, dunque, organizzata e incanalata secondo forme tendenzialmente prestabilite, che richiedono all'emittente di dotarsi di appositi presidi organizzativi, in difetto di che la *disclosure* non potrà dirsi effettivamente, e correttamente, realizzata.

2.2. *I tempi di diffusione delle informazioni privilegiate.* In base all'art. 17 MAR, la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate deve avvenire « non appena possibile ». La formulazione - che è diversa da quella adottata storicamente nell'ordinamento italiano (« senza indugio » - art. 114 TUF, nella versione originaria) - non è scevra da numerose difficoltà interpretative che, in questa sede, non si intendono indagare in modo compiuto. Sia sufficiente, per il momento, osservare come quell'espressione sia da valutare alla luce del contesto complessivo della disciplina, e delle finalità che la ispirano e come, pertanto, da ciò derivi che l'informazione deve essere diffusa al pubblico - diremmo, e concedendoci una piccola licenza - "con estrema rapidità".

Anche sotto questo profilo, emerge chiaramente il rilievo che la disciplina MAR assume sul piano dell'organizzazione interna dell'emittente<sup>8</sup>. Ed infatti, è nei gangli del complesso sistema organizzativo dell'emittente quotato, delle sue controllate e collegate, che si annidano gli eventi che danno luogo, o potrebbero dar luogo agli obblighi di *disclosure*. Tale rilievo, per molti versi ovvio, va, tuttavia, costantemente valorizzato tenuto conto sia della complessità dell'organizzazione degli emittenti quotati, sia del fatto che, spesso, tale organizzazione è articolata su strutture di gruppo: viene così a manifestarsi un contesto nel quale il processo di identificazione dell'informazione oggetto della *disclosure* deve svolgersi avuto riguardo agli eventi e ai fatti che si verificano all'interno del gruppo stesso. Per

---

Quanto all'identificazione della natura privilegiata dell'informazione così diffusa, si vedano, a riguardo gli standard tecnici emanati nel contesto del MAR, e richiamati anche nel contesto delle Linee Guida Consob.

<sup>8</sup> Sotto questo profilo, il tema della gestione delle informazioni privilegiate costituiscono un tassello - in vero, centrale - dei più ampi profili organizzativi che incombono sugli emittenti quotati, in virtù della disciplina speciale ad essi applicabile, anche derivante dai codici di autodisciplina.

tale via, è facile che, nei gruppi, si realizzi una vera propria scissione tra il soggetto in seno al quale sorge l'informazione, ed il soggetto che è tenuta a diffonderla.

Appare, dunque, indispensabile che l'emittente quotato si doti di presidi organizzativi, sia a livello individuale, sia a livello di gruppo, idonei a consentire l'identificazione, ed il controllo, del processo di genesi, e di manifestazione dell'informazione privilegiate, sebbene non esista, nel contesto del MAR, uno specifico obbligo in tal senso. Il Regolamento, infatti, se, da un lato, esplicita – all'art. 17 – l'obbligo di diffondere l'informazione al pubblico « non appena possibile », dall'altro non contempla una disposizione che *espressamente* obblighi l'emittente ad adottare, a tal fine, adeguati assetti organizzativi (secondo formule che riecheggino, ad esempio, quelle ampiamente diffuse, e da tempo consolidate, nella disciplina degli intermediari finanziari, a partire, naturalmente, dalle banche, e che fanno chiaramente riferimento all'obbligo della società di dotarsi di strutture organizzative "adeguate")<sup>9</sup>. Indicazioni più precise in tal senso emergono tuttavia, in alcuni Stati membri, dalle Linee guida emanate dalle Autorità di vigilanza competenti, sebbene (formalmente) non vincolanti<sup>10</sup>.

Alla luce di quanto precede, pare possibile affermare che l'obbligo di adottare assetti organizzativi adeguati ad assicurare il corretto adempimento degli obblighi imposti dal MAR, sul piano della gestione e della diffusione delle informazioni privilegiate, trovi il proprio radicamento innanzitutto, e anche, nella disciplina di diritto comune. La formulazione dell'art. 2086 c.c. risulta sufficientemente ampia ed elastica, ed idonea ad includere, nel proprio perimetro anche i profili di cui si discute, là dove si riferisce alla necessità, per l'imprenditore, di

---

<sup>9</sup> Il tema è emerso nella recente consultazione avviata dall'ESMA il 3 ottobre 2019, su indicazione della Commissione, per l'eventuale revisione del Regolamento MAR (ESMA-70-156-1459). La consultazione si è conclusa il 29 novembre 2019.

<sup>10</sup> Si vedano, per l'Italia, le Linee Guida emanate dalla Consob nell'ottobre 2019; per la Francia, la Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08, emanata dall'AMF nel 2018.

adottare “un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa ...”. Nella formula del novellato art. 2086, c.c., la natura e le dimensioni dell'impresa paiono formule idonee a ricomprendere anche gli obblighi che, proprio sul piano organizzativo, derivano dalla destinazione degli strumenti finanziari alla diffusione sul mercato dei capitali e, in particolare, alla negoziazione sulle *trading venues*, da cui conseguono i relativi obblighi informativi, ora declinati dal Regolamento UE. Nel momento in cui la società decide di rivolgersi al mercato dei capitali, accedendo – per i propri strumenti finanziari – alla negoziazione nelle *trading venues*, tale decisione assume precipuo rilievo organizzativo: in primo luogo, per lo stesso assoggettamento, che ne deriva, alla disciplina speciale applicabile agli emittenti che richiedono l'ammissione dei propri strumenti finanziari alle negoziazioni nelle sedi ufficiali di negoziazione, e, in secondo luogo, per la necessità di assicurare il rispetto dei principi di trasparenza che presiedono al corretto funzionamento dei mercati. Nel perimetro tracciato dall'endiadi che figura nell'art. 2086 c.c. pare possano allora collocarsi diversi profili, e, tra di essi, proprio quelli dettati da discipline “speciali”, tra le quali rientra – anche per la sua centralità per l'interesse del mercato – quella che attiene agli obblighi di *disclosure* delle informazioni *price-sensitive*.

Quanto testé osservato, peraltro, si pone in continuità rispetto a ciò che, anteriormente alla novellazione dell'art. 2086, poteva già ricavarsi dall'art. 2381 c.c., in base al quale gli organi delegati curano “l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile”, e il consiglio di amministrazione nella sua interezza valuta l'adeguatezza di tale assetto rispetto “alla natura e alle dimensioni dell'impresa” (art. 2381 c.c.). Anche in questo contesto, la « natura » dell'impresa pare senz'altro riferibile – oltre che al settore merceologico, al tipo di attività svolto – anche all'apertura della stessa al mercato dei capitali, con particolare riguardo alla negoziazione dei propri strumenti finanziari nelle sedi di negoziazione ufficiali.

2.3. *Le sanzioni amministrative.* Il rilievo organizzativo della disciplina degli obblighi di *disclosure* si apprezza anche sul piano del regime sanzionatorio approntato a seguito dell'entrata in vigore del MAR.

L'entrata in vigore del Regolamento UE, e della connessa Direttiva MAD2 ha comportato una rivisitazione dell'impianto sanzionatorio già previsto, in capo all'emittente, in caso di mancato rispetto degli obblighi di comunicazione: le sanzioni a tal fine già previste dalla disciplina previgente sono state ampiamente rimodulate.

Il processo di recepimento della Direttiva MAD2 nell'ordinamento italiano è risultato, come noto, particolarmente complesso ed articolato, in virtù dell'assetto che, storicamente, ha connotato, in Italia, i profili sanzionatori degli abusi di mercato. In particolare, ha influito sull'iter di recepimento l'ampio dibattito conseguente alla decisione della Corte europea dei diritti dell'uomo nel caso Grande Stevens c/Italia, e alla successiva giurisprudenza della medesima Corte sul tema del *ne bis in idem*, nonché gli ultimi, decisivi, interventi sul punto della Corte di Giustizia dell'Unione. In particolare, l'art. 187-ter.1 del TUF, come novellato dal D.Lgs n. 107/2018, ha da ultimo rimodulato l'impianto sanzionatorio nei confronti dell'emittente che non adempie puntualmente agli obblighi di comunicazione discendenti dall'art. 17 MAR, prevedendo una sanzione amministrativa - irrogabile dalla Consob - compresa tra 5.000 e 2.500.000 Euro, o sino al due per cento del fatturato (quando quest'ultimo è determinabile)<sup>11</sup>. Di rilievo appare il fatto che l'illecito si consuma sia nel caso di omessa comunicazione delle informazioni al mercato, sia nel caso di ritardata comunicazione, nonché nel caso di inosservanza delle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione: dunque, ai fini che qui interessano, è sanzionabile anche la condotta dell'emittente che non provveda a dare *disclosure* dell'informazione nelle forme e con le modalità prescritte, o che vi provveda in ritardo, o in modo insufficiente, o incompleto. Rispetto alla

---

<sup>11</sup> Quando le infrazioni sono connotate da scarsa offensività o pericolosità, in luogo delle sanzioni pecuniarie previste dal presente articolo, la Consob, ferma la facoltà di disporre la confisca di cui all'art. 187-*sexies*, può applicare una delle seguenti misure amministrative: *a*) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle; *b*) una dichiarazione pubblica avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile, quando l'infrazione contestata è cessata.

disciplina previgente, risulta evidente l'inasprimento delle sanzioni derivanti dalla violazione della disciplina degli obblighi di informazione continua e, in tale ambito, le conseguenze che possono derivare là dove l'organizzazione dell'emittente non sia idonea ad assicurare il corretto adempimento degli obblighi di *disclosure*.

Dall'omissione, o dal non esatto adempimento degli obblighi discendenti dall'art. 17 MAR, potrebbero, altresì, derivarne conseguenze ulteriori, là dove la materia di cui si discute interferisca con quella della manipolazione informativa: l'esperienza mostra come non siano estranei al sistema casi di manipolazione informativa per omessa indicazione nei comunicati stampa di dati o elementi ritenuti essenziali, in quanto *price sensitive*<sup>12</sup>.

I risvolti organizzativi che conseguono dalle norme sanzionatorie sono, inoltre, da sempre evidenti, là dove le violazioni di cui si discute sono presupposti della disciplina recata dal D. Lgs. n. 231/2001 in tema di responsabilità dell'ente. In questo caso, la predisposizione di adeguati modelli organizzativi funge, infatti, da cardine dell'intera disciplina.

2.4. *Disclosure e business judgement rule nel contesto del MAR*. In mancanza di una regola specifica, nel contesto del MAR, che imponga all'emittente di adottare adeguati standard organizzativi per adempiere agli obblighi di disclosure, la scelta circa gli assetti da seguire per assicurare la corretta gestione, e la tempestiva diffusione al pubblico, dell'informazione privilegiata è rimessa alla discrezionalità degli amministratori. Il novellato art. 2386 c.c. ha, in proposito, acceso la discussione circa il fatto che, nella materia degli obblighi organizzativi, sussista, o meno, spazio

---

<sup>12</sup> Il caso più noto è rappresentato dalla vicenda IFIL-FIAT, nella quale è stata sanzionata la mancata indicazione e successiva conferma dell'assenza di progetti (equity swap stipulato con Merrill Lynch International) finalizzati alla conservazione di una partecipazione pari al 30% in capo allo storico gruppo di comando (la famiglia Agnelli) in occasione dell'aumento di capitale sociale posto al servizio del prestito convertendo con le banche (delibera n. 15760 del 9 febbraio 2007). Ulteriori conferme di questa impostazione si rinvencono nell'ambito di numerose delibere Consob (*ex multis*, n. 18794 del 5 febbraio 2014; n. 18804 del 18 febbraio 2014; n. 18895 del 23 aprile 2014; n. 18951 del 18 giugno 2014; n. 19415 del 14 ottobre 2015).

per applicare la c.d. *business judgement rule*. Ai fini che qui interessano, e senza entrare nel merito di un dibattito che risulta già molto articolato, preme osservare che - indipendentemente dal risultato cui si voglia giungere in merito alla richiamata questione sul piano, per così dire, generale - la disciplina degli obblighi di disclosure riferita alle informazioni privilegiate impone agli amministratori di conseguire uno specifico, e ben determinato risultato, che poco spazio lascia ad (eventuali) scelte discrezionali: *i.e.* la diffusione al mercato, non appena possibile, delle informazioni privilegiate che riguardino direttamente l'emittente stesso. Le scelte degli amministratori risultano, dunque, fortemente vincolate al raggiungimento di quell'esito preciso. Si tratta, in vero, di scelte che lasciano sussistere a volte, in capo agli amministratori, margini di apprezzamento o di valutazione, ma mai di discrezionalità: margini di valutazione spesso connotano, ad esempio, la stessa "classificazione" di una data informazione alla stregua di una vera e propria informazione privilegiata, l'identificazione del momento preciso in cui essa assume tutti gli elementi propri della relativa definizione, ecc. Tuttavia, una volta identificata un'informazione come privilegiata essa deve essere senz'altro diffusa al mercato "non appena possibile", e, in proposito, non vi è spazio per l'esercizio di alcuna discrezionalità. L'intera struttura organizzativa dell'emittente deve, pertanto, essere volta ad ottenere quel preciso, e ben identificato, risultato.

Naturalmente, non muta tale conclusione il rilievo per il quale gli amministratori possono eventualmente decidere di ritardare la diffusione dell'informazione, ricorrendo all'istituto del c.d. ritardo e ciò in quanto la possibilità di ritardare la diffusione dell'informazione è, a sua volta, subordinata alla sussistenza di precise condizioni che, nuovamente, non consentono l'esercizio di alcuna discrezionalità (ma, semmai, pongono un problema di valutazione della sussistenza dei relativi presupposti).

2.4.1. *Alcuni profili problematici. Il c.d. "ritardo tecnico"*. L'obbligo sancito dall'art. 17 MAR pone non poche questioni applicative e interpretative che sono dense di implicazioni sul piano dell'organizzazione dell'attività di impresa. Tra le questioni più rilevanti rientrano quelle che attengono al rapporto tra il momento in cui sorge un'informazione

privilegiata, e quello della sua diffusione: la formulazione dell'art. 17 MAR, anche tenuto conto delle varianti nelle diverse lingue degli Stati Membri, lascia chiaramente intendere che tra il manifestarsi dell'informazione privilegiata e la sua diffusione può anche trascorrere un certo lasso temporale, anche se (tendenzialmente) molto breve: sussistono, tuttavia, incertezze in merito alla possibile durata di tale lasso temporale, e al regime al quale l'informazione privilegiata - già formata, ma non ancora diffusa - dovrebbe essere soggetta.

In particolare, assumono rilievo, quali profili problematici: (i) l'identificazione della possibile "durata" del - pur ristretto - arco temporale che va dall'identificazione o, meglio, dal sorgere di un'informazione privilegiata, alla sua diffusione; (ii) l'identificazione della possibile durata del - pur ristretto - arco temporale che, *in ipotesi di ritardo*, intercorre dal venir meno delle condizioni previste dalla relativa disciplina, alla diffusione dell'informazione; (iii) il regime al quale è soggetta l'informazione nell'arco temporale di cui ai precedenti punti (ii) e (iii), e, per tale via, la possibilità di riconoscere, nel sistema, l'esistenza di un ritardo « tecnico » individuabile nel tempo strettamente necessario alla finalizzazione, da parte dell'emittente, degli obblighi di *disclosure*; (iii) lo status del c.d. registro insider nel medesimo arco temporale.

E' stato correttamente posto in luce che il MAR declina l'obbligo di disclosure dell'informazione privilegiata adottando una formula diversa da quella seguita sia dalla precedente Direttiva del 2003 (« al più presto possibile » - cfr. Art. 6, Direttiva 2003/6/CE), sia dalla formulazione del TUF (« senza indugio » - cfr. art. 114). La formula « non appena possibile » - ora recata dall'art. 17 del Regolamento UE - è declinata nelle altre lingue dell'Unione con risultati che ne riflettono la traduzione letterale, ma che, inevitabilmente, ne influenzano anche l'interpretazione, già soltanto sulla base del senso letterale che deriva dalla lingua di riferimento: ad esempio, in inglese, « as soon as possible »; in francese « dès que possible »; in tedesco « so bald wie möglich »; in spagnolo « tan pronto como sea posible ». Il fatto, peraltro, che il Regolamento non preveda un termine chiaro e fisso per la diffusione dell'informazione (come invece si rinviene, ad esempio, negli Stati Uniti), in uno con le incertezze terminologiche aggravate dalle

sfumature delle diverse versioni linguistiche del testo, fa sì che - allo stato - la regola sia applicata in modo non omogeneo all'interno dell'Unione<sup>13</sup>. In letteratura, così come nella prassi delle Autorità di vigilanza, nessuno pone in discussione, naturalmente, il fatto che la diffusione dell'informazione debba avvenire « rapidamente », essendo questa una conclusione che discende, de plano, dalla stessa ratio della disciplina. Residua, però, spazio per una ricostruzione dell'inciso « non appena possibile » che va dall'estremo per così dire inferiore - e che tende ad annullare ogni distanza temporale tra il sorgere dell'informazione e la *disclosure* - ad un estremo superiore che, invece, ammette che vi sia un più protratto arco temporale (per quanto breve) entro il quale l'obbligo di comunicazione può essere adempiuto. Il primo estremo - che, in vero, sembra peccare di pragmatismo, ed immaginare una realtà perfettamente efficiente che, nei fatti, non può semplicemente esistere - è ben rappresentato, ad esempio, dalla radicale posizione assunta dalla Consob che, nelle proprie Linee Guida, osserva che « La comunicazione avviene entro il lasso temporale necessario per la redazione del comunicato stampa in modo da consentire una valutazione completa e corretta dell'informazione da parte del pubblico e per la sua successiva trasmissione al Sistema per la Diffusione delle Informazioni Regolamentate ("SDIR") o ai media » (par. 7.1)". In questa posizione, emerge, con particolare evidenza, la centralità dei profili organizzativi che si collocano a monte degli obblighi di disclosure. Ed, infatti, tenuto conto della complessità delle dinamiche di impresa, l'estrema compressione dei tempi necessari per adempiere all'obbligo di comunicazione, che vengono ridotti a quelli « necessari per la redazione del comunicato stampa » richiede, giocoforza, che l'emittente sia pronto per la comunicazione in via pressoché istantanea e, dunque, che sia stato in grado di identificare per tempo il sorgere dell'informazione, e seguirla nel suo divenire (con particolare, ma non esclusivo riguardo alle informazioni riferite a processi prolungati). La frontiera mobile della *disclosure* richiede, dunque, presidi organizzativi adeguati ed efficaci, da

---

<sup>13</sup> V., anche per ulteriori riferimenti, A. PIETRANCOSTA, sub par.B.17.50, in M. VENTORUZZO-S. MOCK (a cura di), *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2017, il quale cita, tra gli altri, il caso francese, inglese e belga.

adottarsi in tutte le fasi intermedie degli eventi prolungati, pena la diffusione al mercato dell'informazione in modo tardivo, o inadeguato. Tuttavia, anche qualora si acceda ad una interpretazione meno rigida del disposto dell'art. 17 MAR - ossia si « distanzi » maggiormente il momento dell'emersione dell'informazione, da quello della sua pubblicazione<sup>14</sup> - l'osservazione mantiene intatta la sua valenza: anche in questo caso, appare infatti evidente il rilievo che l'adeguata organizzazione dell'emittente ha per il corretto adempimento degli obblighi di *disclosure*.

Sia che si acceda alla prima, o alla seconda interpretazione, pare comunque possibile individuare, nel sistema, la sussistenza di uno stacco temporale tra il manifestarsi dell'informazione e la sua diffusione al pubblico, in pendenza del quale non deve trovare applicazione la disciplina del ritardo vero e proprio<sup>15</sup>: stacco brevissimo nella soluzione più rigorista, meno compresso secondo una lettura meno rigida. In tale ristretto arco temporale sembra, allora, possibile riconoscere uno iato che dà luogo a ciò che è possibile denominare "ritardo tecnico", in quanto

---

<sup>14</sup> Così J. LAU HANSEN, *Issuers' duty to disclose*, in *Era Forum*, vol. 18, n. 1, 2017, 30, il quale conferma l'opinione già espressa sul punto nel contesto della Direttiva MAD del 2003: « Paragraph [1] of MAD Article 6 calls for disclosure 'as soon as possible'. It is important to note that the provision does not call for immediate or prompt disclosure, but allows the issuer some latitude to analyse the development and in timing its disclosure and the content hereof. There can be no doubt that disclosure should be made without unnecessary delay, but the wording chosen makes it clear that the provision strives to balance the interest of the issuer with the need of the market for reliable information » (Id. e D. MOALEM, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009, vol 4., n. 3.p. 328).

<sup>15</sup> Un discorso diverso riguarda il fatto che l'emittente non proceda all'immediata disclosure, in attesa di disporre di tutti gli elementi utili a rappresentare correttamente il fatto all'esterno, segnalato ed ampiamente argomentato da C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. Soc.*, n. 1/2018, p. 29 ss., sub par. 7. Qui, in realtà, è forse in discussione anche la questione dell'effettiva *precisione* dell'informazione, che - come già osservato - è uno dei connotati essenziali della nozione di informazione privilegiata.

tale strettamente funzionale a consentire l'adempimento degli obblighi di *disclosure*<sup>16</sup>. In tale iato non dovrebbero, dunque, osservarsi gli adempimenti tipicamente connessi con l'istituto del *ritardo* vero e proprio e, tra di essi, anche l'alimentazione del c.d. registro insider<sup>17</sup>.

2.5. *La disclosure nei gruppi*. Si è già ricordato il rilievo che la nuova disciplina comporta per le dinamiche proprie dei gruppi societari e che ha, come conseguenza, la possibile dissociazione tra la sede, e l'entità giuridica, in cui si manifesta l'informazione privilegiata, e la sede deputata alla sua diffusione al mercato. Questa possibile dissociazione solleva varie questioni: la prima, appare, per così dire, di vertice, ed attiene al rapporto che lega l'emittente quotato alla società controllata, sia essa diretta, o indiretta. Più precisamente, si tratta di stabilire se esista, ed eventualmente quale sia, il fondamento giuridico che, da un lato, consente alla controllante quotata di imporre alla controllata l'obbligo di comunicare (alla controllante) l'avvio di un processo che può condurre al manifestarsi di un'informazione privilegiata (o, il che è lo stesso ai fini che qui interessano, il manifestarsi di un'informazione privilegiata) e, dall'altro, che impone alla controllata di adeguarsi a tale richiesta (nel presupposto, già evocato, che la controllata di volta in volta interessata può trovarsi ad un livello anche inferiore della catena partecipativa, intermediato da vari livelli di controllo). La questione, peraltro, non si esaurisce nell'ambito delle dinamiche che connotano i legami di controllo in senso stretto. Possono, infatti, darsi casi in cui un'informazione privilegiata - idonea, in quanto tale, a influire sul prezzo degli strumenti dell'emittente quotato - sorge nell'ambito di una semplice collegata o, addirittura, di una società nella quale l'emittente detiene una partecipazione anche inferiore alla soglia di collegamento. La *price-sensitivity* di un'informazione deve, infatti, misurarsi sulla base dell'impatto che l'informazione stessa ha sui prezzi degli strumenti finanziari dell'emittente quotato: si pensi, dunque, ad un emittente che

---

<sup>16</sup> In questo senso, in dottrina, S. GILOTTA - F. RAFFAELE, op. cit, sub par. 7; S. GILOTTA, *I tempi di diffusione dell' "informazione privilegiata"*, nota a Cass. Civ., 14 febbraio 2018, n. 3577, in Gur. Comm., n. 46.4, 2019, 798 ss.

<sup>17</sup> Il punto, tuttavia, è controverso.

detiene una partecipazione di pochi punti percentuali in un'altra società, ma il cui valore risulta determinante per il proprio assetto economico-finanziario. Un evento rilevante che si verifica nell'ambito della partecipata può, anche in tal caso, essere tale da influire in modo significativo sul prezzo della società partecipante, pur non essendo le due società legate né da un rapporto di controllo, né di collegamento in senso stretto. Un altro caso - da tempo noto, anche al legislatore - è rappresentato dall'ipotesi in cui l'informazione privilegiata sorge nell'ambito del soggetto che controlla l'emittente quotato.

Al fine di proporre una possibile soluzione della questione, crediamo che si possano distinguere, quantomeno, quattro situazioni diverse, e che si possono così sistematizzare: a) sussistenza di un rapporto di controllo, sia in via diretta, sia in via indiretta, tra l'emittente quotato e la società nella quale si manifesta l'informazione; b) sussistenza di un rapporto di collegamento tra le predette società; c) il caso "speciale" degli intermediari finanziari, soggetti a disciplina prudenziale, in cui un emittente quotato detenga una partecipazione inferiore alla soglia di controllo o, anche, di collegamento, purché superiore alla soglia minima prevista per le cc.dd. "partecipazioni qualificate"; d) il caso dell'emittente quotato, controllato da un soggetto che non ha strumenti quotati (sia esso in forma societaria, o meno), là dove l'informazione *price-sensitive* sorge in seno al soggetto controllante.

Il caso sub a) - sussistenza di un rapporto di controllo, diretto o indiretto, tra l'emittente quotato e la società nella quale matura l'informazione privilegiata - appare, in vero, quello più semplice, se non altro perché già indagato in dottrina: esso è stato risolto ritenendo di poter applicare, nel caso di specie, la disciplina della direzione e coordinamento<sup>18</sup>. Questa conclusione è, peraltro, espressamente confermata, per quanto possa occorrere, anche dal disposto dell'art. 114, c. 2, TUF, come novellato a seguito del MAR<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> V., per tutti, C. MOSCA, *Comunicazione selettiva...*, cit., sub par. 11.

<sup>19</sup> In base all'art. 114, c. 2, TUF "gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge e

Il caso sub b) – sussistenza di un rapporto di collegamento, tra l'emittente e una partecipata – non risulta, a quanto consta, affrontato specificamente, e pone problemi specifici, stante l'impossibilità di seguire, in tale ipotesi, la stessa conclusione agevolmente raggiungibile nel caso di controllo societario. Fermo restando il ricorso a strumenti negoziali (a nostro avviso, sempre possibili nel caso di specie), volti a regolare i reciproci obblighi (tra partecipante e partecipata) per la corretta gestione delle informazioni privilegiate, al di fuori di tale soluzione non pare che si possa riconoscere al partecipante il potere di imporre alla partecipata la comunicazione di informazioni che potrebbero avere un impatto significativo sul prezzo dei propri strumenti finanziari. Vi è, dunque, il rischio che l'emittente quotato non sia in grado, o, meglio, non possa adempiere all'obbligo di *disclosure*, e ciò in quanto, semplicemente, esso non è in possesso, né è a conoscenza, della sussistenza di un'informazione privilegiata. Si tratta, dunque, di un profilo di rischio specifico, che gli amministratori della partecipante devono adeguatamente valutare e soppesare all'atto dell'assunzione della partecipazione: un profilo che, nuovamente, mostra una chiara valenza organizzativa. Per altro verso, deve osservarsi che anche la società partecipata risulta, in qualche misura, incisa dalla disciplina di cui si discute: il manifestarsi, al proprio interno, di un fatto rilevante, che il mercato dovrebbe conoscere in quanto *price-sensitive* per gli strumenti della partecipante, dà luogo ad un evidente rischio di non corretta gestione, e di abuso, di informazione privilegiata: vi è, allora, da chiedersi se la partecipata non debba a sua volta predisporre adeguati presidi per la corretta gestione dell'informazione privilegiata in base alla disciplina di diritto comune (art. 2086 e 2381 c.c.). Se, come crediamo, si nega che sussista - nella fattispecie di cui si discute - in capo alla partecipata l'obbligo di comunicare l'informazione alla partecipante, resta altresì denso di implicazioni il risultato che ne deriva: infatti, per un arco temporale anche molto lungo, il pubblico potrebbe non venire a

---

dal regolamento (UE) n. 596/2014. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste.”

conoscenza di un'informazione privilegiata maturata nel contesto della partecipata, ma non *diffusa* secondo le regole del MAR.

Con riguardo agli intermediari soggetti a vigilanza prudenziale (caso sub c), si potrebbe ricavare, dal sistema, una soluzione volta a consentire, da un lato, e ad imporre, dall'altro, lo scambio di informazioni tra partecipata e partecipante, funzionale all'adempimento degli obblighi di *disclosure* in capo al partecipante quotato, e ciò alla luce dei criteri che presiedono all'acquisto, e alla detenzione, di partecipazioni qualificate al capitale dei soggetti vigilati, improntati a principi di sana e prudente gestione. La corretta gestione delle informazioni price-sensitive, inoltre, è strettamente correlata alla corretta informazione del mercato e, per tale via, si accavalla anche con il c.d. Terzo pilastro derivante dagli standard internazionali in materia di vigilanza prudenziale.

Infine, e con riguardo alla lettera d), il MAR ha trascurato di disciplinare un profilo che, invece, era originariamente stato regolato nell'ambito del TUF, e poi espunto. Qualora, pertanto, si verifici un fatto, o un evento, nella sfera dell'entità, controllante, che potrebbe influire sul prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente quotato, quest'ultimo non avrebbe, a rigore, alcun obbligo di procedere alla disclosure della relativa informazione, trattandosi di un'informazione che lo riguarda soltanto *in via indiretta*. Parimenti, e tranne nel caso in cui il controllante sia, a sua volta, un emittente quotato, nessun obbligo di disclosure graverebbe in capo a quest'ultimo: si pensi, ad esempio, ad un caso abbastanza frequente, ossia all'assunzione di decisioni di rilievo da parte dei partecipanti ad un patto di sindacato, che riunisce una partecipazione di rilievo al capitale dell'emittente. Allo stato, e nel contesto del MAR, la soluzione della questione è rimessa all'autoregolamentazione, e all'autodeterminazione dei soggetti interessati che, nella prassi, spesso procedono comunque a diffondere l'informazione *per il tramite* dell'emittente quotato. Le strutture organizzative di quest'ultimo vengono, per tale via, utilizzate per convogliare al pubblico un'informazione riferita al soggetto controllante, ma che è idonea ad influire sui prezzi degli strumenti finanziari della controllata.

2.6. *La disciplina del c.d. ritardo: il rilievo organizzativo.* Nel contesto del MAR, l'istituto del ritardo è stato, giustamente, indicato come uno

strumento che fa, per così dire, da contrappeso alla nuova, più allargata nozione di informazione privilegiata (in specie, per ciò che attiene agli eventi a formazione progressiva). Si tratta, come noto, di un istituto che, a certe condizioni, consente all'emittente di ritardare la diffusione dell'informazione privilegiata, realizzando, per tale via, un (delicato) bilanciamento tra le opposte esigenze in gioco. A dire il vero, l'istituto non si è modificato granché nel passaggio dalla Direttiva del 2003 al Regolamento MAR ma, indubbiamente, ne sono stati meglio precisati i presupposti applicativi, che – in effetti – non erano risultati chiarissimi nel contesto precedente. Peraltro, l'istituto del ritardo si adatta bene a “compensare” gli effetti dei processi dinamici e prolungati di emersione delle informazioni privilegiate e di relativa diffusione al mercato: la “frontiera mobile” della *disclosure* diventa, per tale via, più facilmente gestibile anche da parte dell'emittente.

Non è questa la sede per una disamina compiuta dell'istituto del ritardo, nel contesto delle previsioni del MAR: ciò che più importa è rilevare come *anche* il ritardo sia connotato da regole che, nuovamente, rilevano sul piano organizzativo. Infatti, tra le condizioni richieste affinché possa ritardarsi la diffusione di un'informazione privilegiata, rileva la capacità dell'emittente di assicurare la riservatezza dell'informazione privilegiata. Secondo quanto ricavabile dalla prassi interpretativa in materia (ivi comprese le Linee Guida emanate da Consob), la capacità di garantire la riservatezza si misura, in via prioritaria, sull'adozione di presidi organizzativi volti al raggiungimento di tale obiettivo. Si ritrova, pertanto, il binomio tra gestione dell'informazione privilegiata e profili organizzativi, in una prospettiva che – in questo caso – non è riferita alla gestione del processo che conduce l'informazione ad essere divulgata al pubblico, ma alla *gestione del processo che consente di non procedere*, in via temporanea, a tale divulgazione. Il binomio riservatezza-non divulgazione vige, peraltro, sintanto che l'informazione non risulta disponibile per il pubblico, indipendentemente dal fatto che la divulgazione sia avvenuta in via incidentale, o meno.

Nel contesto di cui sopra, si pone la questione dei cc.dd. « *rumours* », che nuovamente rinvia ai profili di natura organizzativa. In particolare, là dove i *rumours* siano rappresentativi di informazioni effettivamente price-sensitive sembra possano darsi soltanto due alternative: la prima è che quelle informazioni si siano diffuse per effetto dell'inidoneità dei

presidi organizzativi approntati dall'emittente, e volti a garantire la riservatezza delle informazioni, in pendenza di ritardo; la seconda è che l'emittente non sia stato tempestivo nel diffondere l'informazione al pubblico per ragioni che possono andare dalla mancata tempestiva identificazione dell'informazione, sino alla vera e propria negligenza (o, nei casi estremi, dolo) nel non identificare e comunicare l'informazione stessa<sup>20</sup>.

2.6.1. (*Segue*): *le informazioni morte ... prima di vedere la luce*. Suscita non poche questioni la questione della "sorte" delle informazioni privilegiate che - in quanto riferite ad eventi a formazione progressiva - muoiono prima di vedere la luce, ossia cessano di avere rilevanza prima della loro comunicazione al pubblico. Il problema si pone poiché, nel caso di processi prolungati, l'emittente potrebbe (legittimamente) sottoporre a ritardo la diffusione dell'informazione privilegiata, in attesa che si verificino i presupposti per doverla senz'altro comunicare al pubblico: in tale arco temporale, tuttavia, l'informazione potrebbe cessare di esistere in quanto informazione privilegiata, ad esempio perché il processo che aveva dato origine all'informazione si interrompe, e non giunge a compimento, oppure perché - sebbene questo appaia come un caso più raro - la stessa perde di significatività sul piano della possibile rilevanza sui prezzi degli strumenti finanziari. In entrambi i casi, il risultato è che, di fatto, il mercato non verrà mai a conoscenza dell'informazione; i prezzi degli strumenti finanziari non avranno mai incorporato la relativa notizia, neppure ex-post, come invece tipicamente accade nel caso di ritardo fisiologico. Allo stato attuale della disciplina,

---

<sup>20</sup> Se i rumours non riflettono informazioni price-sensitive, la questione assume un rilievo differente. In caso di diffusione di rumours che non riflettono informazioni price-sensitive oggetto di ritardo nella diffusione al mercato, l'Autorità di vigilanza può chiedere all'emittente di intervenire per confermare, o smentire la notizia. In epoca antecedente all'entrata in vigore del MAR, invece, l'emittente aveva l'obbligo di intervenire, se i prezzi degli strumenti erano stati oggetto di oscillazioni significativi in dipendenza della diffusione degli stessi: in tal senso disponeva il Regolamento emittenti emanato dalla Consob, ma la relativa disposizione è stata abrogata.

non sembra possano darsi soluzioni che in qualche modo richiedano all'emittente di rendere nota al mercato che un'informazione privilegiata - morta prima di vedere la luce - si è effettivamente manifestata, sebbene la questione sia, allo stato, oggetto di riflessioni nell'ambito della pubblica consultazione avviata dall'ESMA nel mese di ottobre 2019 (ove si discute, in particolare, il ruolo dell'Autorità di vigilanza in tale contesto<sup>21</sup>). Orbene, con riguardo a questo caso particolare, appare in tutta evidenza la centralità del profilo organizzativo: nella sua manifestazione perfetta, infatti (per tale intendendosi il caso in cui non si verificano, in pendenza di ritardo, fughe di notizie) il fenomeno descritto è frutto della idoneità dei presidi organizzativi ad assicurare la confidenzialità dell'informazione, per il periodo in cui dura il ritardo, e sino al venir meno dell'informazione privilegiata. La "forza" del presidio organizzativo, proprio dell'istituto del ritardo, consente addirittura di ricacciare nell'oblio un'informazione privilegiata, che si è manifestata, ma che ha cessato di essere tale prima della sua diffusione al mercato.

2.6.2. (Segue): una questione controversa: la formazione dei dati contabili. Permangono zone grigie, nel contesto del MAR, con riguardo al trattamento dei dati contabili di periodo in rapporto alla disciplina delle informazioni privilegiate. Alcuni profili sono stati, in parte, chiariti: ad esempio, quello che attiene ai presupposti che consentirebbero ad un emittente di ritardare la diffusione dei dati contabili stessi, con

---

<sup>21</sup> In particolare, l'ESMA, nel documento di consultazione del 3 ottobre 2019, solleva la questione se, nel caso di cui si discute, l'Autorità di vigilanza debba comunque venire a conoscenza del fatto che l'informazione privilegiata, che sia stata correttamente identificata come tale, e sottoposta a ritardo, perda il suo carattere di significatività, o cessi di esistere, prima della diffusione al mercato: "However, the notification of the delay of disclosure of inside information, where the relevant information loses its inside nature following the decision to delay the disclosure, would enable NCAs to better identify possible cases of insider dealing. Namely, such notification would allow NCAs to monitor any insider dealing or attempted insider dealing conduct occurred in the period in which the information was inside information" (punto 126).

particolare riguardo al requisito che consiste nella non ingannevolezza dell'effetto che ne consegue per il mercato<sup>22</sup>.

Ciò detto, resta aperto il problema di valutare il trattamento al quale sottoporre i meri dati gestionali, dotati di rilevanza rispetto al più generale andamento dell'emittente (si pensi, ad esempio, ad un dato riferito al mero fatturato dell'emittente, o ad una voce di rilievo del conto economico, o dello stato patrimoniale, ecc.). In proposito, si potrebbe ritenere che il mero dato gestionale debba seguire le medesime sorti dei veri e propri dati contabili di periodo: esso, dunque, andrebbe sempre trattato alla stregua di un'informazione privilegiata, se dotato dei relativi requisiti, ossia se la sua diffusione al pubblico potrebbe influire sul prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente. In senso opposto, si potrebbe invece ritenere che il mero dato gestionale debba essere inquadrato in una più ampia prospettiva, rappresentata dalla predisposizione di dati o situazioni contabili di periodo (relazione trimestrale; semestrale; bilancio): un dato gestionale, apparentemente significativo, potrebbe, infatti, perdere tale requisito se valutato in un contesto più ampio, che sia maggiormente rappresentativo dell'effettivo andamento dell'impresa. In base a questa ricostruzione, il dato gestionale verrebbe a configurare o una fase intermedia di un processo prolungato (teoricamente assoggettabile a ritardo), oppure - secondo, ad esempio, quanto si legge nelle Linee Guida Consob - una mera informazione « rilevante », ma non ancora privilegiata.

Le due alternative hanno rilevanti implicazioni sul piano organizzativo: la prima, infatti, appiattisce dati gestionali e dati contabili; la seconda suggerisce che il processo di produzione dei dati gestionali sia identificato alla stregua di un processo a fasi prolungate, che può, o meno, sfociare in una informazione privilegiata. Tra di esse sembra debba privilegiarsi quella che, a fronte dell'interesse del mercato, a venire a conoscenza anche del mero dato gestionale, fa prevalere l'esigenza di far sì che il processo di comunicazione al mercato dei dati

---

<sup>22</sup> E', infatti, stato chiarito che la possibilità di ritardare la comunicazione al mercato di dati contabili di periodo è subordinata al fatto che il mercato non abbia maturato aspettative distoniche rispetto ai dati di mercato, con l'ulteriore precisazione che tali aspettative devono misurarsi rispetto a precedenti informative rese dall'emittente stesso.

avvenga in modo ordinato. La diffusione di un dato gestionale, seppure di rilievo, ma non ancora consolidato in un'informazione contabile compiuta, anche se non necessariamente certa e definitiva, rischia, infatti, di creare effetti distorsivi<sup>23</sup>.

Un tema legato a quanto testé osservato, e che attiene nuovamente ai profili organizzativi, riguarda il processo che potrebbe condurre, in un dato momento, l'emittente a ritenere sussistenti gli estremi per la diffusione al pubblico (anche soltanto) di un mero dato gestionale, o anche di dati emergenti da situazioni contabili non ancora del tutto definitive o approvate dagli amministratori. Sul punto, si è giustamente osservato in dottrina che, là dove si seguisse una lettura eccessivamente rigorosa dell'art. 17 MAR - tale da imporre all'emittente di procedere direttamente, e "non appena possibile", alla diffusione dei predetti dati - si potrebbe trovare di fronte ad una situazione a dir poco curiosa, rappresentata dal fatto che gli amministratori verrebbero a conoscenza di un fatto di rilievo, di natura gestionale e/o contabile, attraverso il comunicato stampa, anziché nell'esercizio delle loro tipiche funzioni di governance. Il rilievo coglie, effettivamente, nel segno, ma sul punto va osservato che è ormai fatto acquisito che la diffusione delle informazioni privilegiate non deve attendere la valutazione /approvazione/ condivisione delle stesse da parte del Consiglio di amministrazione<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Occorre altresì ricordare che non è agevole identificare esattamente il momento in cui, nel processo di produzione dei dati contabili, il dato gestionale può dirsi, da un lato, effettivamente rilevante sul piano della price sensitivity e, dall'altro, inserito in un contesto sufficientemente rappresentativo dell'andamento complessivo dell'attività.

<sup>24</sup> C. MOSCA, *Comunicazione selettiva...*, cit., par. 6 : « Il paradosso è ancora più evidente quando la pubblicità riguarda prospetti contabili facoltativi (per esempio le relazioni trimestrali non più obbligatorie che l'emittente può, non solo ovviamente predisporre, ma anche scegliere di divulgare) o dati economico finanziari previsionali. Si deve evitare che queste informazioni (che non necessariamente corrispondono a "eventi" o circostanze" price sensitive, cfr. infra n. 8) siano diffuse al mercato senza avere ottenuto il consenso preventivo degli amministratori, dovendosi tendenzialmente evitare che gli amministratori possano venire a conoscenza di tali dati contabili solo dalla disclosure al

Se il risultato può apparire incongruo, la soluzione del problema risiede nuovamente, a nostro avviso, nella predisposizione di un adeguato processo organizzativo interno<sup>25</sup> che sia in grado di monitorare adeguatamente il processo di produzione dei dati gestionali e contabili, e che - al manifestarsi di dati dotati dei requisiti propri dell'informazione privilegiata - contempra la condivisione interna, quantomeno tra gli organi delegati, dell'informazione, e anche del testo del comunicato, prima della sua diffusione al mercato (senza tuttavia andare a scapito della tempestività)<sup>26</sup>.

2.7. *La condotta legittima : eccezione o principio?* L'art. 9 del Regolamento n. 596/2014 rappresenta, insieme all'istituto del ritardo, il momento più esplicito dell'emersione del fattore organizzativo nel contesto del MAR. Intitolato "Condotta legittima", la disposizione declina una serie di

---

pubblico. Di conseguenza, tra la preparazione e individuazione delle informazioni privilegiate e la successiva divulgazione delle stesse intercorre un intervallo di tempo insopprimibile, necessario per coinvolgere e informare gli amministratori dei dati contabili destinati a pubblicazione, i quali, in ogni caso, dovranno attivarsi per ridurre al minimo il differimento nell'adempimento dell'obbligo di disclosure. »

<sup>25</sup> In questo senso, da ultimo, S. GILOTTA, *I tempi di diffusione...*, cit., p. 806.

<sup>26</sup> Cfr., in questo senso, il noto caso Saipem, riferito ad un ritardo, non giustificato, nella diffusione di un profit-warning. La sentenza della Corte d'Appello di Milano, sez. I, 11 dicembre 2014 (confermata dalla Corte di cassazione n. 3577-18 del 7 novembre 2017) - chiamata a pronunciarsi avverso la delibera Consob n. 18949 del 18 giugno 2014 - osserva, infatti, correttamente che « ai fini dell'esistenza dell'informazione privilegiata e della sua imputabilità all'ente non sembrano necessari né l'esame, né la condivisione da parte del CdA dei dati che di essa costituiscono l'oggetto » e, successivamente, che « la violazione doveva considerarsi sussistente per la necessità di convocare il CdA, una volta definite le stime, in tempi "ragionevolmente brevi", ben inferiori ai quindici giorni trascorsi che accrescevano "i rischi di possibili condotte illecite caratterizzate da un possibile utilizzo dell'informazione privilegiata in questione" ».

ipotesi volte a sterilizzare gli effetti di apparenti violazioni della disciplina - che potrebbe desumersi dalla sussistenza di per sé di un'informazione privilegiata in un dato contesto - e tra le quali rileva, ai fini che qui interessano, soprattutto quella individuata dal primo comma. In particolare, si stabilisce che "Ai fini degli articoli 8 e 14, dal semplice fatto che una persona giuridica sia o sia stata in possesso di informazioni privilegiate non si desume che tale persona abbia utilizzato tali informazioni e quindi abbia compiuto abuso di informazioni privilegiate sulla base di un'acquisizione o di una cessione qualora tale persona giuridica: a) abbia stabilito, attuato e mantenuto disposizioni e procedure interne adeguate ed efficaci e atte a garantire effettivamente che né la persona fisica che ha preso la decisione per suo conto di acquisire o cedere strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono, né nessuna altra persona fisica che possa aver influenzato tale decisione fossero in possesso delle informazioni privilegiate; e b) non abbia incoraggiato, raccomandato, indotto o altrimenti influenzato la persona fisica che ha acquisito o ceduto per conto della persona giuridica strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono."

Per certi versi, si tratta di una disposizione che sembra contraddire quanto affermato supra circa l'insussistenza, nel contesto del MAR, quale attualmente formulato, di specifiche norme volte a richiedere espressamente agli emittenti l'adozione di presidi organizzativi specifici. A ben vedere, tuttavia, l'art. 9 è un'eccezione che conferma la regola, poiché la disposizione si limita a regolare un meccanismo presuntivo semplice, che dipende dall'adozione - opzionale - di presidi organizzativi atti a scongiurare il rischio del concreto manifestarsi di un abuso di mercato, in particolare di sfruttamento di informazioni privilegiate. Il beneficiario di tali presidi, sul piano della contestazione di eventuali illeciti, è - nel caso di cui si discute - la stessa società.

E' discusso se l'art. 9 - e, in specie, il primo comma - sia una disposizione necessaria e/o che introduca deroghe effettive rispetto alla disciplina di base. Il dubbio sorge in quanto, per certi versi, l'art. 9 sembra non fare altro che consentire, a certe condizioni, di sterilizzare l'elemento sotteso allo stesso illecito di insider trading: se il soggetto che ha operato non era, concretamente, a conoscenza dell'informazione privilegiata, che pur

esisteva in quel determinato momento, la condotta non è punibile<sup>27</sup>. La questione riporta, dunque, alle radici stesse della nozione di insider trading che presuppone l'utilizzo dell'informazione privilegiata, di cui l'autore della violazione risulti in possesso<sup>28</sup>.

L'art. 9 MAR è generalmente inteso come una disposizione che si indirizza essenzialmente agli intermediari, in specie polifunzionali: ciò si desume dal fatto che la disposizione si riferisce ad ipotesi in cui sono stati acquistati o ceduti strumenti finanziari "per conto" della persona giuridica (la figura di riferimento è, dunque, essenzialmente, quella del *trader*, che opera nel contesto di un intermediario che è in possesso, in quanto tale, di informazioni privilegiate relative all'emittente). Tuttavia, riteniamo che la disposizione possa considerarsi applicazione di un principio generale, che ha vocazione ad applicarsi anche agli emittenti: si pensi, ad esempio, all'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente stesso, o all'ipotesi in cui un esponente aziendale abbia operato sui titoli dell'emittente stesso in un periodo in cui sussisteva, in capo all'emittente stesso, un'informazione privilegiata. In base all'art. 9, il profilo organizzativo tracima così dalla dimensione degli obblighi di disclosure posti in capo all'emittente, a quella della rilevanza delle condotte illecite: due profili distinti, ma strettamente collegati, giacché le modalità organizzative con le quali l'emittente gestisce l'informazione privilegiata sono funzionali sia alla corretta diffusione e comunicazione delle informazioni price-sensitive al mercato, sia alla prevenzione degli abusi.

3. *Profili di responsabilità per inadempimento degli obblighi di disclosure.* Si è già avuto modo di osservare come la violazione delle regole di *disclosure* formulate dal MAR comporti l'irrogazione di sanzioni amministrative, salva la sottile linea di demarcazione che spesso connota tale condotte

---

<sup>27</sup> Secondo peraltro anche l'opinione dell'avvocato generale nel noto caso Spector.

<sup>28</sup> "Art. 8, c. 1, MAR: "Ai fini del presente regolamento, si ha abuso di informazioni privilegiate quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono.

rispetto alla vera e propria manipolazione informativa, e ai conseguenti profili di responsabilità, anche penale.

Fermi tali profili, la violazione delle regole che disciplinano la comunicazione al pubblico delle informazioni price-sensitive può senz'altro fondare una responsabilità per danni dell'emittente. Anche in Italia, di recente, cominciano ad affiorare i primi casi in cui gli emittenti sono chiamati a fronteggiare significative richieste risarcitorie, sotto forma di iniziative autonome o, più frequentemente, azioni collettive promosse da gruppi di investitori istituzionali, per i danni derivanti dalla non corretta comunicazione al mercato di informazioni privilegiate (si veda, in particolare, la vicenda SAIPEM). Le questioni sottese alla responsabilità civile degli emittenti quotati e degli amministratori offrono plurimi aspetti meritevoli di approfondimento, che spaziano dall'inquadramento sistematico, ai profili relativi agli oneri probatori, alla quantificazione del danno. Un primo interrogativo, che non ha ancora ricevuto una risposta univoca, riguarda la natura della responsabilità dell'emittente quotato per la diffusione di informazioni inesatte, in relazione al connesso danno diretto subito dagli investitori non correttamente informati al momento della decisione di investimento<sup>29</sup>. Si tratta di un'ipotesi ancora oggetto di dibattito nel nostro ordinamento, la cui trattazione muove dalle ipotesi di investimento nei titoli sulla base delle informazioni contenute nel bilancio, per poi estendersi, con particolare riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico, alla responsabilità da informazioni inesatte nel prospetto<sup>30</sup>. In proposito, si discute se la responsabilità da falsità nei

---

<sup>29</sup> Un Autore definisce questa ipotesi come danno da "falsità nei mercati finanziari": P. TRIMARCHI, *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano, 2017.

<sup>30</sup> La giurisprudenza è numerosa ed univoca, ed ha prodotto almeno tre sentenze della Cassazione negli ultimi anni. Tra le molte sentenze di merito si segnalano: Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585; App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Banca borsa*, 1990, II, 734 (considerato il primo precedente italiano in materia di responsabilità da prospetto); Trib. Milano, 21 ottobre 1999, in *Giur. it.*, 2000, 554 (caso Ferchim, in materia di responsabilità

mercati finanziari per informazione inesatta abbia natura extracontrattuale o contrattuale, o se si debba fare, nella materia di cui si discute, applicazione analogica delle regole discendenti dalla responsabilità da prospetto<sup>31</sup>.

Con riguardo alla violazione della disciplina in materia di informativa societaria, secondo alcuni essa configurerebbe violazione di obblighi preesistenti, imputabili alla società, sicché la responsabilità sarebbe soggetta al regime delle obbligazioni contrattuali, di cui all'art. 1218 cod. civ. In dottrina e in giurisprudenza questa tesi è stata elaborata nell'ambito della più ampia teoria della responsabilità da contatto sociale qualificato<sup>32</sup>. Le conseguenze di tale inquadramento impattano su profili quali, ad esempio, la prescrizione, e gli oneri di natura probatoria. Se si accede a tale ricostruzione, gli investitori possono, infatti, limitarsi a provare l'esistenza dell'obbligo informativo e ad allegarne, contestandola, la violazione, mentre sarà l'emittente quotato convenuto

---

da prospetto e da inesatte informazioni sul mercato secondario); Trib. Milano, 25 luglio 2008, inedita (caso Freedomland, responsabilità da prospetto); Trib. Milano, 4 novembre 2008, in Soc., 2009, 1, 65 (caso Parmalat, responsabilità da informazione inesatta del revisore); Trib. Milano, 22 luglio 2010, inedita (caso Italease, responsabilità da informazione inesatta sul mercato secondario); Trib. Milano, 14 novembre 2013, in Soc., 2015, n. 7, p. 855 (relatore Perozziello); App. Milano, 15 gennaio 2014, n. 118, in Soc., 2015, n. 7, p. 849 (relatore Mattacchioni); Trib. Milano, 24 maggio 2017, n. 5894 (caso UnipolSai, rel. Perozziello).

<sup>31</sup> V., sulla natura extracontrattuale della responsabilità da prospetto, Corte di Giustizia UE del 12 settembre 2018, n. 304, in C-304/17.

<sup>32</sup> In dottrina, v. Castronovo, il quale - con riguardo alla violazione dell'art. 114 TUF - ha osservato che "[n]on si tratta di responsabilità precontrattuale [...] si inquadra nella categoria più ampia della responsabilità da violazione di obblighi [...] e perciò nella responsabilità di natura contrattuale, anche nei confronti di soggetti che non si trovino già in relazione con l'emittente come investitori, ma lo diventino in una situazione di assenza o carenza dell'informazione dovuta. L'informazione oggetto dell'obbligo in questione è infatti funzionale alla tutela dell'affidamento che la presenza sul mercato di soggetti ai quali può rivolgersi il pubblico a fini di investimento genera, e non va deluso" (C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3<sup>a</sup> ed., 2006).

(“debitore” della corretta informazione) a dover fornire la prova del proprio esatto adempimento<sup>33</sup>.

La teoria testé richiamata è, nondimeno, oggetto di riserve e di critiche da parte di altri interpreti, che ne pongono in luce i limiti, segnatamente per quanto concerne il rischio di conseguente “svuotamento della responsabilità delittuale”<sup>34</sup>. Inoltre, sebbene la giurisprudenza abbia fatto, negli ultimi anni, sovente ricorso allo schema del “contatto sociale qualificato”, tale schema, a quanto consta, non sembra aver trovato riscontro puntuale in favore di investitori che abbiano acquistato azioni sul mercato secondario riguardo ad asserite violazioni della disciplina in materia di *disclosure* di informazioni privilegiate. In alcune ipotesi che si potrebbero considerare affini alla materia in esame, la giurisprudenza ha, in realtà, escluso l’applicabilità della teoria del “contatto sociale”, facendo esclusivo ricorso alle regole in materia di responsabilità extracontrattuale<sup>35</sup>.

La concreta portata della questione connessa alla natura della responsabilità va indagata anche nella prospettiva delle sue ricadute applicative, potendosi, altrimenti, risolvere in un mero interrogativo

---

<sup>33</sup> Cfr. Cass. SSUU, 30 ottobre 2001, n. 13533, ove si legge che “*in tema di prova dell’inadempimento di una obbligazione, il creditore che agisca [...] per il risarcimento del danno [...] deve soltanto provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto [...] limitandosi alla mera allegazione della circostanza dell’inadempimento della controparte, mentre il debitore convenuto è gravato dell’onere della prova del fatto estintivo dell’altrui pretesa*”. Con riguardo ai dati di bilancio, si afferma che il socio che vuol far valere la falsità del bilancio si può limitare ad allegare l’indicazione delle poste che ritiene essere false, spettando quindi alla società di provarne la veridicità (cfr. Cass. 1 aprile 2015, n. 6616).

<sup>34</sup> Cfr. P. GALLO, *voce Contatto sociale*, in Dig. Disc. Priv., Sez. civ., Aggiornamento, Torino, 2014; A. ZACCARIA, *La resistibile ascesa del contatto sociale*, in Riv. dir. civ., 2013, 77 ss.; A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, Torino, 2002; M. MAGGIOLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003; E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003

<sup>35</sup> Si veda, in particolare, la giurisprudenza in materia di responsabilità delle agenzie di rating, tra cui Trib. Roma, 27 marzo 2015, n. 6827.

dogmatico. Infatti, taluni fautori della natura extracontrattuale dell'azione considerano pacifico il fatto che l'investitore vada incontro ad un onere della prova facilitato (analogo a quello previsto in materia di prospetto) atteso che - non avendo egli accesso alla contabilità e alle informazioni interne all'emittente - in virtù del principio di vicinanza della prova va allocato in capo all'emittente stesso l'onere di dimostrare che l'informazione diffusa non fosse inesatta<sup>36</sup>. Gli Autori che si sono occupati del tema sostengono, in particolare, che costituisce principio consolidato nella materia la presunzione circa l'affidamento degli investitori sulle informazioni diffuse dall'emittente, soprattutto se gli investitori fanno valere che la falsità informativa ha inciso sui prezzi di acquisto delle azioni sul mercato, alterandone il valore. La suddetta presunzione - che, in una prospettiva comparatistica, può porsi a raffronto con la nota *fraud on the market theory* di origine statunitense - comporta che gli investitori non devono essere gravati della prova dello stato soggettivo dell'emittente e dei suoi agenti. Si osserva che l'informazione inesatta, od omessa, influenza il prezzo di quotazione dello strumento finanziario, per cui gli investitori non debbono provare di aver fatto affidamento diretto sulle informazioni inesatte: la posizione è piuttosto consolidata in tema di responsabilità da prospetto e di responsabilità da informazioni inesatte dei revisori contabili<sup>37</sup>. Con riguardo, invece, all'informativa societaria, è parimenti sostenuta in dottrina la tesi per la quale l'investitore non deve provare l'affidamento,

---

<sup>36</sup> La tesi è sviluppata in vari contributi, tra i quali si segnalano, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, 2008; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, 2003; F. SARTORI, *informazione economica e responsabilità civile*, 2011.

<sup>37</sup> Sul tema dell'inesatta revisione del bilancio, in epoca ormai non più recente v. F. BONELLI, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in Riv. Soc., 1979, 969: "nella certificazione obbligatoria dei bilanci [...] il nesso di causalità può ipotizzarsi anche se il terzo non abbia personalmente esaminato la certificazione colposamente erronea o inveritiera (invero la decisione del 'terzo investitore, socio' o finanziatore può essere influenzata da valutazioni di analisti finanziari, agenti di cambio, istituti di credito, ecc. a loro volta basate sulla erronea o inveritiera certificazione)".

che si presume in conseguenza proprio degli obblighi di *disclosure* incombenti sull'emittente<sup>38</sup>.

Ulteriori profili di responsabilità risarcitoria per i danni patiti da informazioni inesatte si potrebbero configurare direttamente in capo agli amministratori dell'emittente quotato ai sensi dell'art. 2395 cod. civ. In proposito, questione pregiudiziale è lo stabilire se - in ipotesi di violazione degli obblighi di *disclosure* da parte dell'emittente - gli investitori facciano valere in proprio un danno riflesso, ossia un pregiudizio direttamente subito dal patrimonio dell'emittente medesimo, ovvero un danno diretto e autonomo prodottosi nella loro sfera patrimoniale. Nel primo caso ne conseguirebbe che gli investitori non sarebbero titolari del diritto di agire ex art. 2395 cod. civ., in quanto il diritto spetterebbe invece all'emittente (o, nei casi previsti, alla minoranza) contro i propri amministratori e sindaci. In proposito, va osservato che la giurisprudenza ha escluso che si configuri la responsabilità suddetta per perdita di valore delle azioni derivante dalla perdita di valore del patrimonio sociale derivante, a sua volta, da illeciti degli amministratori (principio affermato da Cass., 23.10.2014, n. 22573; Cassazione civile, Sez. un., 24.12.2009, n. 27346). I casi affrontati dalla giurisprudenza, tuttavia, non riguardano la lesione del diritto dell'investitore a essere correttamente informato nel momento in cui

---

<sup>38</sup> Nel senso indicato nel testo, P. TRIMARCHI, *La responsabilità civile*, cit.: “[q]uando si tratta dell’informazione societaria regolamentata, che è soggetta a pubblicità, è giustificata anche una presunzione di conoscenza da parte dell’investitore e, dunque, di ragionevole affidamento”; C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1 ss: “rilevante è fondamentalmente l’influenza della falsa informazione sul prezzo, se si vuol dire la sua concreta materiality”; “gli obblighi informativi dell’emittente concernono esclusivamente l’esigenza di una corretta formazione del prezzo”; “l’interesse leso si risolve nella distorsione del prezzo per effetto della disinformazione: da ciò, ritengo, la necessità di concentrare la tutela risarcitoria su questo aspetto”; A. PERRONE, *Informazione al mercato...*, cit., : “l’aver affermato che in un mercato tendenzialmente efficiente il danno per l’investitore consegue all’aver negoziato uno strumento finanziario secondo un prezzo diverso dal suo valore intrinseco, risolve la dimostrazione del legame eziologico con la condotta del convenuto nella semplice prova che il prezzo si è artificialmente formato in conseguenza della falsa od omessa informazione”.

prende la propria decisione di investimento: nei casi richiamati, l'azionista si lamenta che, nel corso della vita della società, la stessa ha avuto delle perdite patrimoniali imputabili agli amministratori, e che tali perdite si sono riflesse negativamente sul valore della sua partecipazione. Nelle fattispecie connesse alla inesatta informazione di mercato la doglianza degli investitori concerne, invece, la circostanza per cui è stato comprato (o venduto) un titolo che non sarebbe stato acquistato (o venduto) se il mercato fosse stato correttamente informato (oppure, in entrambe le ipotesi, che il titolo sarebbe stato scambiato ad un prezzo diverso). L'eventuale responsabilità ex art. 2395 cod. civ. - che ha pacificamente natura extracontrattuale - potrebbe altresì comportare l'ulteriore responsabilità dell'emittente ai sensi dell'art. 2049 cod. civ. in virtù dei noti principi di immedesimazione organica. In giurisprudenza, si è affermato che degli illeciti commessi dai propri dipendenti e/o ausiliari può essere chiamata a rispondere la società nei confronti dei terzi danneggiati, anche a prescindere dal fatto che il dipendente/ausiliario abbia eventualmente agito per scopi estranei alle sue mansioni<sup>39</sup>. In particolare, la Corte di Cassazione ha avuto modo di osservare che "la società, per il principio dell'immedesimazione organica, risponde civilmente degli illeciti commessi dall'organo amministrativo nell'esercizio delle sue funzioni, ancorché l'atto dannoso sia stato compiuto dall'organo medesimo con dolo o con abuso di potere, ovvero esso non rientri nella competenza degli amministratori, ma dell'assemblea, richiedendosi unicamente che l'atto stesso sia, o si manifesti, come esplicitazione dell'attività della società, in quanto tenda al conseguimento dei fini istituzionali di questa, e tale responsabilità si aggiunge, ove ne ricorrano i presupposti, a quella degli amministratori, prevista dall'art. 2395 c.c." (Cass., 5 dicembre 2011, n. 25946).

---

<sup>39</sup> Cfr., per limitarci a segnalare alcuni precedenti giurisprudenziali, Cass., 26 luglio 2001, n. 10213; Corte d'Appello di Milano, 22 luglio 2015 in Foro it., 2015, 3312; Tribunale di Milano, 22 luglio 2010, in Le Società, 2016, p. 588; Tribunale di Milano, 27 novembre 2008, in Foro it., 2009, p. 2545 ss.; Tribunale di Torino, 14 agosto 2003, in Giur. it., 2004, p. 806; Trib. Genova Tribunale Genova, 21 dicembre 2000, in Foro it., 2001, I, p. 1933.

4. *Considerazioni conclusive.* Nella novellata disciplina degli abusi di mercato risulta decisamente accentuata, rispetto ai segnali che già potevano ricavarsi dall'assetto previgente, la rilevanza organizzativa degli obblighi posti in capo agli emittenti con riguardo alla gestione e alla diffusione al pubblico delle informazioni price-sensitive. Sebbene il MAR non contenga una disposizione che, espressamente, ponga in capo agli emittenti quotati l'obbligo di dotarsi di un'organizzazione interna adeguata ad assicurare il corretto adempimento degli obblighi posti dalla disciplina, tale obbligo è agevolmente ricavabile dal contesto della disciplina e dalle norme di diritto comune, a partire dall'art. 2086 del codice civile, nella sua forma recentemente novellata. Il rilievo del profilo organizzativo emerge sia con riguardo alle modalità di adempimenti degli obblighi di disclosure, sia relativamente alle modalità di trattamento e identificazione dell'informazione privilegiata; assume profili di particolare complessità nei gruppi di imprese, e nei rapporti intrasocietari in genere. Si tratta, peraltro, di un profilo in merito al quale non può trovare alcuna cittadinanza la discrezionalità degli amministratori, i quali sono, di contro, chiamati ad assicurare il raggiungimento di un risultato precisamente indicato dalla legge. La violazione del dovere di organizzare adeguatamente l'impresa, per assicurare il corretto adempimento degli obblighi derivanti dalla legge speciale, schiude, infine - in ipotesi di violazione - la prospettiva alla responsabilità dell'emittente e degli amministratori, ricostruibile secondo prospettazioni diverse, che restano ancora in attesa di una definitiva sistemazione sul piano dogmatico, e applicativo.

Anche a prescindere da condotte dolose, l'inadeguatezza dell'organizzazione di impresa nella gestione delle informazioni privilegiate, incide direttamente sui rapporti esterni dell'impresa stessa, costituendo il fondamento di pretese risarcitorie basate sull'inadeguatezza del processo di diffusione al mercato delle informazioni stesse. Ne consegue che le regole sulla *disclosure* delle informazioni privilegiate, che hanno una chiara *valenza e connotazione esterna* - in quanto volte ad assicurare la corretta e tempestiva diffusione delle informazioni privilegiate sul mercato - rilevano anche sul *piano interno*, rappresentato dagli obblighi che incombono sugli amministratori in merito alla corretta organizzazione d'impresa.

