

XVII CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED
AUTONOMIA PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**
Roma, 27-28 febbraio 2026

PAOLO BENZAZZO

PROFESSORE ORDINARIO DI DIRITTO COMMERCIALE NELL' UNIVERSITÀ DI PAVIA

**L'informazione privilegiata nel Listing Act: efficienza dei mercati,
simmetria informativa e crisi dell'impresa. Quale possibile equilibrio
tra istanze pari ordinate?**

SOMMARIO: 1. Note d'avvio. - 2. Informazione privilegiata e contesto di riferimento: le principali ragioni di criticità. - 3. Informazione privilegiata: da una prospettiva *monistica* a una *olistica*. - 4. Informazione privilegiata e Listing Act. - 5. (Segue): informazione privilegiata e processi prolungati; obbligo di *disclosure* e ritardo. - 6. Informazione privilegiata e crisi d'impresa: il ruolo privilegiato della composizione negoziata della crisi. - 7. Una notazione conclusiva

1. Note d'avvio.

Il tema dell'informazione privilegiata nelle società emittenti titoli negoziati in mercati regolamentati costituisce una questione tanto rilevante sul piano del corretto funzionamento dei mercati medesimi (prima ancora che dell'organizzazione interna degli emittenti), quanto particolarmente complessa e problematica, in ragione di fattori di ordine vuoi fattuale ed economico, vuoi giuridico e sistematico. Viepiù se - come si avrà modo di avanzare con queste sintetiche (e iniziali) riflessioni - analizzata, interpretata e applicata attraverso un prisma ad ampio spettro, non focalizzato sulla sola efficienza e regolarità di funzionamento dei mercati dei capitali, bensì esteso alla valutazione comparativa di valori, istanze e interessi che, attenendo anch'essi all'impresa in generale e al suo funzionamento, non sempre si presentano e si declinano secondo una linea di, immediata e pacifica, convergenza con lo statuto speciale dell'impresa che faccia ricorso al mercato dei capitali. Prima fra tutti - e su questo si

verranno a concentrare le prossime pagine – l’istanza che, oggi, con l’irruzione sulla scena del codice della crisi e dell’insolvenza (di seguito «CCII»), è divenuta il valore primario, e sovraordinato, nello (e dello) statuto generale: vale a dire quello della sopravvivenza, della conservazione e della continuazione dell’attività economica, e prima ancora dei complessi aziendali, delle imprese in stato di (possibile) crisi.

Ed è un tema la cui complessità solo in parte e ancora senza un approdo, interpretativo e applicativo, finale, appare essere compiutamente affrontata e governata dalle modifiche che il recente Regolamento (UE) 2024/2009, parte del più ampio intervento normativo ad opera del legislatore unionale, che va sotto il nome di Listing Act¹, ha operato sul testo del Regolamento (UE) 2014/596 e sulle norme ivi dedicate alla nozione di informazione privilegiata, segnatamente allorquando la stessa – come sempre più spesso avviene nella realtà dei rapporti economici che vedono coinvolte le società emittenti titoli quotati – si inserisce all’interno e in funzione di processi e procedimenti prolungati nel tempo². Le note che seguiranno sono dunque organizzate secondo questo ordine: nella prima parte si andranno a evidenziare le criticità del contesto, degli impatti e delle questioni che rendono complessa e di non immediata gestibilità la ricostruzione della fattispecie «informazione privilegiata» nonché della disciplina da osservarsi al fine di dirimere il dilemma tra trasparenza e riservatezza (v. parr. 2-3); nella seconda parte, dopo aver indicato quelle che, ad avviso di chi scrive, dovrebbero essere le coordinate di sistema da seguirsi nell’opera di decrittazione della nozione e di definizione del perimetro di applicazione dell’obbligo di comunicazione al pubblico, si procederà con l’analizzare alcune delle principali novità che il nuovo MAR, *post* Listing Act, ha inteso introdurre in tema di adempimento dell’obbligo di informazione “continua” in presenza di processi prolungati (v. parr. 4-5). Così da – nella terza e ultima parte – provare ad applicare siffatti approdi interpretativi in contesti in cui l’emittente si trovi in stato di crisi e intenda

¹ Sul punto, per tutti, si v.: K. SERDARIS, *Ad hoc disclosure obligations in protracted processes after the EU Listing Act: balancing investor protection and issuer interests*, in *Capital Markets Law Journal*, 2025; L. PLATTNER, *Il Listing Act: una riforma coraggiosa e innovativa per il rilancio della competitività dei mercati finanziari dell’Unione Europea*, in *Riv. Soc.*, 2024, 1110 ss.; F. ANNUNZIATA e M. ARRIGONI, *Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, in *Dialoghi di diritto dell’economia*, maggio 2023; C. MILIA, *Market Abuse Regulation*, in *Riv. Soc.*, 2023, 152 ss.;

² Sul tema, d’obbligo il rinvio, a M. VENTORUZZO, *Interrogativi preliminari sulla nuova formulazione dell’art. 17 MAR: la nozione di processo prolungato*, in *Riv. Soc.*, 2024, 1148 ss.

così (come suo dovere, ai sensi dell'art. 2086 cod. civ. e dell'art. 3 CCII) accedere a percorsi e strumenti di regolazione e superamento della crisi in continuità, diretta o indiretta (v. parr. 6-7).

2. *Informazione privilegiata e contesto di riferimento: le principali ragioni di criticità.*

Come si annotava poc'anzi, il tema dell'informazione privilegiata è tanto centrale, quanto di difficile gestione.

Innanzitutto perché l'informazione privilegiata è un fattore potenzialmente distorsivo del mercato dei capitali sotto almeno due profili essenziali: quello dell'*efficienza allocativa* e quindi dell'integrità dei mercati di negoziazione al fine di consentire il corretto (e più conveniente) impiego delle risorse finanziarie; quello dell'*efficienza informativa*, nel senso della capacità del mercato di assicurare l'assunzione di decisioni di investimento sulla base di elementi e fattori attendibili, completi e a disposizione su basi, in termini di contenuto quanto di tempistica di accesso, paritetiche e generalizzate³.

In ultima analisi, efficienza allocativa ed efficienza informativa dovrebbero essere due facce della stessa medaglia e condurre così alla salvaguardia della funzione tipica dei mercati e che si compendia nella loro capacità di offrire opportunità di investimento efficienti, tali da esprimere (tramite il prezzo di borsa) il valore più vicino al reale *Enterprise Value* dell'emittente e, dunque, di salvaguardare altresì la fiducia dei potenziali investitori nell'affidarsi alle dinamiche e alle valutazioni del mercato di borsa medesimo. In disparte – quantunque da non dimenticare – anche un terzo possibile effetto 'distorsivo' che non tanto l'informazione privilegiata in sé, quanto, piuttosto, la necessità di ottemperare ai divieti di utilizzo (vale a dire *l'insider trading*, nella sua più ampia portata) e agli obblighi di comunicazione (*id est* l'informazione su base continua: art. 114 Tuif), possono creare, là ove – in considerazione dei costi, organizzativi ed economici, che essi impongono al fine di assicurare l'osservanza dei due precetti normativi testé evocati – si possono tradurre in ostacoli

³ *Ex multis*, anche per ulteriori riferimenti, cfr.: M. VENTORUZZO, *Questioni varie in tema di abusi di mercato*, in *Riv. Soc.*, 2023, 183 ss.; E. DESANA, *Abusi di mercato ed efficienza del mercato*, in AA.VV., *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Atti del Convegno internazionale di studi Venezia, 10-11 novembre 2023, Milano, 2024, t. I, 613 ss.; A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, XXX;

(disincentivi) al processo di crescita delle imprese e al loro passaggio da organismi “chiusi” in società “aperte” al mercato dei capitali e quindi, nella sostanza, anche in impedimenti alla crescita della dimensione e della liquidità dei mercati di borsa.

L’informazione privilegiata, nel suo trattamento normativo, può dunque essere oggetto tanto di un *divieto* di *utilizzo* (art. 8 MAR), quanto di un *obbligo* di *disclosure* (art. 17 MAR). Si tratta di due diverse prospettive, peraltro intimamente e biunivocamente legate; minimo comun denominatore, in entrambi i casi, è infatti l’istanza di disseminazione dell’informazione al (e sul) mercato, dacché la trasparenza riduce l’asimmetria informativa e quindi, *per un verso*, preclude la possibilità di vantaggi egoistici o comunque di posizioni di vantaggio e, *per un altro verso*, crea le condizioni per un’eguaglianza del bagaglio informativo di dati sulla cui base valutare e fondare le decisioni di investimento. Una connessione e un legame che, a loro volta, hanno condotto lo stesso legislatore unionale a optare, nella declinazione della fattispecie, a un approccio unico e unitario (“*one-step model*”) (art. 7 MAR), quantunque, a ben vedere, le due funzioni ultime cui, rispettivamente, rispondono il *divieto* e l’*obbligo* in parola richiederebbero, come si vedrà nel corso delle prossime pagine, una nozione a geometria (necessariamente) variabile.

La centralità e la difficoltà della tematica emergono altresì – e qui la prospettiva si sposta dal mercato all’emittente – in ragione della circostanza che l’informazione privilegiata, nella sua duplice veste di oggetto di un divieto (di utilizzo) e di un obbligo (di comunicazione), ha impatti e riflessi sulla struttura organizzativa dell’impresa societaria. Vuoi se monade, vuoi, ancora di più, se società di gruppo. Non solo perché, correttamente, il perimetro dell’informazione riguardante l’emittente si deve estendere, al di là della segmentazione dei diversi centri di imputazione dell’attività e dell’organizzazione (le singole società, persone giuridiche distinte), alla sostanza dell’intera realtà economica complessiva: e si veda infatti l’art. 114, sesto co., Tuif. Ma prima ancora perché, con precetto normativo di rango ormai primario⁴, ogni impresa collettiva – e quindi anche la società che emette titoli sui mercati di capitali – ha l’obbligo di dotarsi di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati a identificare, intercettare

⁴ E dunque non più solo di *soft law* e neppure di rango meramente secondario e regolamentare (Linee Guida Consob 2017; Linee ESMA); e altresì ben oltre i confini e gli ambiti di cui al d.lgs. 231/2001.

e gestire (anche) il rischio di *non compliance* all'imperativo della trasparenza e, quindi, indirettamente, pure del divieto di utilizzo di informazioni riservate e privilegiate.

Un'obbligatorietà che si traduce, da un canto, in complessità e articolazione organizzative, e che, dall'altro canto, reca con sé costi da (e di) *compliance*, non indifferenti. Un'obbligatorietà dai confini a sua volta mobili, legati alla difficoltà stessa di definire e delimitare la nozione di informazione privilegiata, soprattutto ove parte e momento di processi a formazione progressiva, in funzione – sempre se letta dal versante organizzativo dell'emittente – del diverso sistema di amministrazione e controllo (tradizionale, dualistico e monistico) adottato e quindi in considerazione delle diverse competenze, dei diversi ruoli e dei diversi compiti che ciascuno dei modelli presenta nei rapporti inter-organici quanto intra-organici.

La complessità e le difficoltà aumentano – per venire a un ulteriore angolo di visuale – dacché l'informazione privilegiata viene a collocarsi in un contesto – e qui è davvero il caso di evidenziare come le innovazioni sociali e tecnologiche hanno, in via congiunta, operato mutamenti rivoluzionari – in cui, *per un verso*, i dati e le informazioni dell'emittente (e relativi all'emittente) sono solo una parte dei dati “processati” dal (e sul) mercato, se è vero che la presenza di *network*, *social* e piattaforme sulla rete internet sempre più spesso si traduce nel fenomeno dei “*noise insiders*”; e, *per un altro verso*, crescente è la presenza e l'operatività di “*structural insiders*”, ovverosia i *trader* algoritmici, i quali assumono decisioni sulla base di informazioni che (frequentemente e in senso stretto) non sono privilegiate, ma che risentono di un diverso grado di utilizzabilità ad opera dei soggetti investitori, dacché per alcuni operatori (quelli umani) esse richiedono processi più lenti per essere incorporate nei prezzi (e, prima ancora, nelle decisioni di investimento).

Si tratta di una realtà economica e sociale nella quale l'Intelligenza Artificiale è davvero protagonista e lo è – sempre per rimanere nel perimetro delle presenti riflessioni – sotto due prospettive⁵. Innanzi tutto, quella che si potrebbe definire come IA “*corporate*”: vale a dire quale strumento per l'organizzazione dell'impresa complessa, qual è quella della società aperta al mercato dei capitali, essenziale per l'individuazione, la

⁵ Sul punto, v. F. ANNUNZIATA, *Artificial Intelligence and Market Abuse Regulation*, in *Riv. Soc.*, 2024, 876 ss.

classificazione, la gestione e la comunicazione delle informazioni privilegiate e quindi funzionale alla *compliance* all'obbligo di comunicazione. Uno strumento cui, addirittura, si potrebbe ipotizzare, in linea astratta, di attribuire il compito di sostituire la componente umana – sebbene i dubbi, allo stato, appaiano essere, giustamente, non pochi e non irrilevanti – nel momento finale attinente alla decisione ultima relativa allo scioglimento, in un senso piuttosto che nell'altro, dell'opzione tra “*disclose*” o “*delay*” l'informazione medesima.

Soprattutto, la seconda prospettiva cui si accennava poc'anzi è quella della IA “*market*”: vale a dire il versante sul quale la tecnologia opera – sul *piano informativo* – come strumento (esterno all'emittente) di acquisizione, selezione, valutazione e utilizzo dell'informazione e – sul *piano operativo* – come strumento stesso di negoziazione. E il riferimento corre alle piattaforme tecnologiche (HFT) che, nell'ottica qui in discussione, divengono operatori del mercato consustanzialmente in posizione di vantaggio informativo e quindi in grado di eludere il principio della parità di accesso alle informazioni. Perché dotate di una capacità di una più ampia, continua e immediata apprensione delle informazioni (mercé i, sempre più frequenti nella prassi, servizi di co-ubicazione e di flussi/scambi diretti di dati con i mercati di negoziazione); perché spesso (anche) capaci, a loro volta, per i volumi azionari trattati, di influenzare i prezzi stessi, con i conseguenti ineludibili vantaggi in termini di disparità informativa, oltre che con possibili impatti negativi in termini (di rischio) di abusi di mercato⁶.

D'altro canto – nello spostarsi su un piano *soggettivo* – complessità e criticità emergono in quanto, come testé si notava – diversi sono i soggetti *investitori* potenzialmente oblati ultimi delle informazioni, divisi nell'antinomica allocazione di soggetti persone fisiche, per loro natura *slow trader*, e soggetti persone algoritmiche, di contro necessariamente *fast trader*. Una diversità che, a sua volta, si traduce non solo in una differente velocità di accesso, di processamento e di reazione rispetto alle informazioni, ma anche, e forse in modo ancora più rilevante, in una differente *sensibilità* rispetto all'informazione in quanto tale. E infatti ciò che potrebbe essere difficilmente o, per lo meno, in via non immediatamente “attendibile”,

⁶ Cfr., anche per i necessari riferimenti bibliografici, F. RAFFAELE, M. MANNA, High Frequency Trading e informazioni privilegiate: Insider Trading “strutturale” o lecita superiorità informativa?, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2024, 346 ss.

preconizzabile ad opera di uno *slow trader*, potrebbe viceversa essere di più facile e attendibile gestione e predittibilità ad opera di un *high-frequency trader*, il cui operato, a sua volta, come si chiosava poc' anzi, è molto più facile abbia quasi sempre effetti *price sensitive* e quindi, eventualmente pure, potenzialmente manipolativi, più elevati se comparati con quelli dell'investitore persona fisica.

Così che, a ben vedere, da una nozione di "investitore ragionevole", che ancora è un elemento centrale ai fini della valutazione in ordine alla natura privilegiata o meno di un'informazione (cfr. Art 7, comma 4, MAR), si dovrebbe passare (o quanto meno ad essa affiancare) anche il riferimento a un "investitore - algoritmico - ragionevole".

Non da ultimo, va poi soggiunto come sia la natura stessa dell'informazione ad essere di non agevole maneggiabilità, nella misura in cui, raramente, l'informazione è *simultaneamente statica (one-off)*, e, viceversa, sempre più spesso, *diacronicamente dinamica (multi-stadio)*. E soprattutto non può farsi a meno di sottolineare come questa duplicità, a propria volta, venga ad assumere una diversa connotazione in termini strutturali e funzionali allorché la distinzione tra l'informazione attinente a un evento in sé compiuto e l'informazione che da mero esergo isolato si collochi in una serie di fasi, passaggi e momenti concatenati, venga alternativamente declinata nell'ottica, rispettivamente, del divieto di utilizzo ovvero dell'obbligo di comunicazione della stessa.

Se infatti, dall'angolo visuale del divieto, anche il frammento di un processo può assumere rilevanza, non altrettanto è a dirsi ove la prospettiva sia invece quella di assicurare trasparenza e parità informativa sul mercato. Sì che a dover essere riconsiderata, sul piano legislativo, è l'opzione, tra l'adozione di un *one-step model* che, anche post Listing Act, rimane quello prescelto ovvero di un *two-step model*, idealmente più adatto, ma ancora non recepito ad opera del legislatore. Al riguardo, solo per dare concretezza all'assunto, immediato, e infatti già da altri evocato, è l'esempio di una società attiva nella produzione di bevande che dovesse aver ottenuto risultati positivi e promettenti in esito ad attività di ricerca su nuovi prodotti privi di zucchero e quindi meno nocivi per la salute: verosimilmente, destinata a tradursi, in via immediata, in informazione privilegiata ai sensi dell'art. 8 MAR; tuttavia, ancora troppo preliminare e incerta per essere invece catalogata e trattata come informazione privilegiata ai sensi dell'art.

17 MAR, ai fini di una corretta valutazione ad opera di un potenziale investitore.

3. *Informazione privilegiata: da una prospettiva monistica a una olistica.*

A ben vedere, le sintetiche considerazioni che sono state svolte nelle pagine precedenti seguono un approccio - che è poi quello che tradizionalmente ha orientato le riflessioni e le analisi sul tema dell'informazione privilegiata - nella sostanza concentrato sui mercati finanziari e sulla necessità di assicurarne efficienza e affidabilità. La tematica è destinata tuttavia a complicarsi là ove ci si ponga da una nuova prospettiva e si consideri come diversi e multiformi (e non allineati) sono gli interessi - e prima ancora gli scenari - in cui gli interessi medesimi, da un canto, e il divieto di utilizzo e l'obbligo di comunicazione, dall'altro canto, si vengono a collocare e a dover tra loro dialogare. In altri termini, la ricostruzione della nozione di informazione privilegiata e la sua applicazione nel concreto mutano in funzione del diverso scenario nel quale l'informazione medesima si colloca: quello, per così dire, *monistico* e quello, allo stato non ancora compiutamente e convintamente illuminato, *olistico*.

Quanto al primo l'attenzione si viene a concentrare sulle (sole) *regole di mercato* e dunque sulle due istanze, evocate in esordio, dell'efficienza allocativa e dell'efficienza informativa.

Un approccio che, a sua volta, solleva interrogativi non agevoli da affrontare e da risolvere. Un primo quesito attiene a quanto debba essere prevalente la parità informativa e in che misura la stessa debba essere declinata: sottile, infatti, è la distinzione (e facile, in egual modo, è cadere nel dilemma) tra un'omissione al dovere di informazione al mercato e una comunicazione quasi manipolativa del mercato medesimo.

In altre parole, la domanda essenziale è se l'istanza in parola debba intendersi, in termini prettamente statici, di mera parità informativa ovvero debba declinarsi, in via dinamica, nel senso (e in funzione) di una parità informativa che sia anche, quanto più possibile, *corretta*. Domanda che porta con sé anche la necessità di una valutazione comparativa, tutt'altro che agevole, in presenza delle informazioni privilegiate multi-stadio, tra le due esigenze, quella della mera tempestività e quella invece della completezza: e quindi con l'inevitabile e correlato rischio di cadere nella disseminazione sul mercato, nel primo caso, di una semplice "suggestion" e, nel secondo caso soltanto, di un'informazione che sia effettivamente puntuale e precisa.

Tutto ciò a cui fa seguito un altro, non di poco momento, interrogativo: vale a dire se la valutazione deve essere compiuta solo in termini di un'asettica *probabilità* dell'evento, secondo l'anelastica formula del "più probabile che non" eccedente il 50% delle possibilità di avveramento, ovvero, anche e prima ancora, di *significatività* dell'evento medesimo (secondo un approccio che, nel sistema nord-americano, viene identificato come il "*probability-magnitude test*")⁷.

Quanto invece al secondo scenario cui si faceva riferimento - quello cioè *olistico* - la valutazione comparativa tra *disclose* e *delay* andrebbe calata in uno scenario diverso ed essere operata attraverso un prisma più ampio, complesso e articolato, nel quale, a livello giuridico, sempre più assumono rilevanza, istanze e valori di interesse generale a valenza costituzionale, non anelasticamente appiattite su, e asservite a, la sola efficienza dei mercati.

Il riferimento corre, in prima battuta, alle istanze ESG e al successo sostenibile dell'impresa, la cui pregnanza è oggi normativamente consacrata con l'imposizione, per gli emittenti in primo luogo, della "relazione di sostenibilità" e quindi con l'estensione della trasparenza a informazioni anche, e prima di tutto, non finanziarie. In questo caso, a bene vedere, non si tratta infatti solo di *abbracciare* un approccio di medio-lungo periodo (e quindi di una mera estensione *quantitativa* dell'orizzonte temporale delle politiche gestorie), ma anche di *addentrarsi* lungo un approccio *qualitativamente* diverso: nel quale l'efficienza economica deve coniugarsi e coordinarsi con l'istanza di salvaguardia di valori, beni, interessi e diritti non strettamente economico-finanziari.

E dunque - per fare ritorno al tema in esame e alla necessità di una lettura ragionata della fattispecie - all'interno di un siffatto contesto, la domanda che andrebbe posta è se l'informazione privilegiata debba essere misurata e inquadrata con gli occhiali dell'investitore che sia solo *ragionevole* ovvero anche (o prima di tutto) *responsabile*.

Il riferimento si apre poi a un'ulteriore prospettiva, là ove viene avanti la necessità di operare una valutazione comparativa e di rispondere dunque al quesito di come si debba porre l'istanza di parità informativa rispetto al nuovo paradigma, cui si è fatto cenno nelle battute iniziali, della

⁷ Si pensi all'ipotesi classica in cui l'emittente acquisisca consapevolezza che certe stime, certe previsioni e certi obiettivi di budget non saranno raggiunti: si tratta di una situazione che deve essere comunicata immediatamente al mercato ovvero solo quando l'emittente abbia la capacità di fornire indicazioni e valutazioni, puntuali e attendibili, sugli impatti e sulla significatività del cambiamento?

preservazione della continuità dell'impresa. E dunque come si possa – e si debba – declinare la valutazione comparativa allorquando la parità informativa si deve confrontare con la pari-ordinata istanza della preservazione dell'impresa nella sua realtà di complesso, organizzativo e aziendale, funzionante.

Tra l'altro, si tratterebbe altresì di un'istanza la quale, stando al nuovo dettato normativo, diviene rilevante in via significativamente anticipata, in situazioni cioè nelle quali vi sia non tanto un'insolvenza conclamata, ma anche solo uno stato di crisi o financo di mera probabilità della crisi e quindi di probabilità della probabilità dell'insolvenza (artt. 1 e 12 CCII).

Un'istanza– quella della conservazione e della continuazione dell'impresa – dinanzi alla quale, sempre stando al quadro post codice della crisi e dell'insolvenza – devono altresì cedere il passo e porsi in posizione postergata tutti gli *stakeholder* interessati, siano essi i creditori sociali, siano essi financo i soci medesimi, i cui diritti corporativi divengono essi stessi oggetto e strumento di superamento della crisi (si pensi alla disciplina di cui alla nuova Sezione IV-*bis*, artt. 120 *bis*, CCII).

Tutto questo – nel portare a sintesi le considerazioni sino a qui svolte in ordine sparso – porta a suggerire come i punti cardinali secondo i quali orientare la bussola e dunque le coordinate interpretative e applicative del quadro normativo, rinviando all'ultimo paragrafo l'analisi in ordine al possibile coordinamento tra regole del mercato e regole del diritto della crisi, non possano che essere i seguenti.

In primo luogo, la necessità di privilegiare un approccio che, al di là dell'unicità della definizione di informazione privilegiata, che MAR e Listing Act ancora confermano, ne riesca a cogliere ed enfatizzare la *diversità* (di funzione e quindi) di portata là ove affrontata dal lato del divieto di utilizzo ovvero dell'obbligo di *disclosure*.

In secondo luogo, la necessità di privilegiare la *qualità* dell'informazione (dell'emittente e relativa all'emittente) rispetto a un approccio di tipo meramente quantitativo: ancorché, sul punto, non possa farsi a meno di mettere in rilievo come, viceversa, il Recital 58 delle premesse del Listing Act ancora parrebbe voler enfatizzare l'obiettivo della trasparenza informativa in sé e per sé considerata.

In terzo luogo, altro tassello essenziale ad avviso di chi scrive, è la necessità di privilegiare l'*attendibilità* (e quindi la precisione) della

informazione rispetto alla semplice tempestività di una sua disseminazione sul mercato: di per sé sola, la velocità – se poi rapportata alla presenza dei *fast trader* di cui si è detto – potrebbe infatti provocare, in via esponenziale, false, o comunque non fondatamente attendibili, proiezioni valutative e quindi effetti distorsivi, se non manipolativi, dei mercati medesimi.

In quarto, e ultimo luogo, in egual modo da inserire nell'equazione, rimane la necessità di prestare attenzione anche alla portata (la *magnitudo*) dell'informazione rispetto a un calcolo meramente probabilistico relativamente al possibile realizzarsi della stessa.

Si tratta di coordinate che, nel loro insieme, debbono orientare altresì la speculazione in merito alla conformazione della fattispecie giuridica e alla sua concreta applicazione allorquando l'informazione privilegiata – soprattutto quando operi quale esergo organicamente e funzionalmente inserito in un processo multi-fase e prolungato – si trovi allocata in uno scenario più ampio e posta dinanzi a valori ed esigenze, per un verso, eccedenti il solo mercato dei capitali e, per un altro verso, sul piano dello statuto generale dell'impresa, ad essi pari-ordinati.

4. Informazione privilegiata e Listing Act.

Come si ricordava poc'anzi, anche con il Listing Act, la nozione di informazione privilegiata deve scontare il fatto che il legislatore europeo ha inteso adottare l'adozione del modello unitario con la conseguente coincidenza della nozione in parola rispetto all'obbligo vuoi di "non fare" (ovverosia il divieto di utilizzo sul mercato), vuoi del "fare" (ovverosia il dovere di informazione continua al mercato).

A ben vedere, se l'esigenza fosse solo quella di assicurare un'efficienza in senso stretto del mercato dei capitali in termini di integrità e parità informativa, il divieto di utilizzo dell'informazione privilegiata potrebbe essere già di per sé solo sufficiente, nella misura in cui dovrebbe essere in grado di precludere i noti fenomeni dell'*insider trading*, del *tipping* e del *tuyantage*. Vero è invece che nel momento in cui accanto al divieto si statuisce anche l'obbligo di *disclosure*, si segna un passo ulteriore e si va così a rispondere – secondo una scelta di politica legislativa, prima ancora che dettata da ragioni fattuali ed economiche – a una logica di equità e di arricchimento del paniere informativo: come già puntualmente annotato, affiancando divieto e obbligo, il sistema giuridico si è dunque staccato da una posizione radicata sull'alternativa "*disclose or abstain*" per collocarsi in

tal modo su un'opzione più articolata e che si declina nella formula "*abstain and disclose as soon as possible*".

Ciò che tuttavia rimane un peccato di origine e che rischia di dilatare eccessivamente gli spazi dell'informazione continua è l'unitarietà della nozione in parola e dunque la circostanza che l'obbligo di comunicazione *subisce* la necessità che la nozione medesima debba rimanere, per così dire, a maglie strette per riuscire ad assicurare l'efficacia vuoi del divieto di interventi manipolativi sul, e del, mercato, vuoi dell'istanza di assicurare la parità e la completezza informativa all'interno del mercato medesimo. Di qui allora, e per contro, l'inevitabilità, come si è già sottolineato, di una lettura selettiva e qualificata della fattispecie di cui all'art. 7 MAR a seconda della sua declinazione applicativa in funzione, alternativamente, dell'art. 8 o dell'art. 17 MAR, soprattutto allorquando essa venga a inserirsi (e formarsi) all'interno e nel contesto di un processo che necessariamente - in ragione della sua articolazione in fasi successive, attraverso strumenti e passaggi negoziali sequenziali, legata a momenti decisionali, anche soggettivamente, distinti, o condizionata a eventi o circostanze esogeni - deve svolgersi secondo un arco temporale prolungato.

Nel dare per note le condizioni che debbono congiuntamente ricorrere, ai sensi dell'art. 7, primo comma, lett. a), MAR, affinché vi sia un'informazione privilegiata, e che non vi è quindi necessità di ripercorrere puntualmente in codesta sede, l'attenzione viene focalizzata sull'informazione privilegiata che si collochi nel contesto di cui al capoverso immediatamente precedente: perché è quella in relazione alla quale l'unitarietà della nozione evidenzia i profili più critici; perché è anche quella sulla quale ha inteso apportare delle novelle il Listing Act.

Secondo l'art. 7, secondo comma, MAR, nuova formulazione, nel caso di 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 futuro, possono essere considerati come informazioni aventi carattere preciso*". Sì che - così prosegue il successivo comma 3 - "*una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se, di per sé, risponde a criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate*".

Evidente è dunque l'approccio - e in questo è forte la eco di quanto statuito con l'arresto giurisprudenziale della Corte di Giustizia Europea nel

caso *Markus Gelthus vs Daimler AG* (28.06.2012, n. 35) – secondo il quale, anche allorché collocata in una sequenza di momenti ed eventi, l'informazione possa assumere una propria autonoma e anticipata rilevanza rispetto all'obbligo di comunicazione. Quello che però rimane incerto e dunque potenzialmente esposto alla non facile scelta tra riservatezza e *disclosure*, è cosa debba intendersi per "tappa intermedia", la cui indeterminatezza non può certo essere risolta per il tramite di una eccessivamente assertiva e semplicistica distinzione tra una tappa intermedia *strumentale* (ad esempio, in un processo di acquisizione societaria o di collaborazione commerciale, la sottoscrizione di un accordo di riservatezza) e una tappa intermedia *autonoma* (ad esempio, la deliberazione di un'operazione straordinaria di aumento di capitale): perché non sempre, nel concreto, ricorre una siffatta distinzione con contorni netti; perché non sempre, si può escludere *a priori* che possa anche essere di per sé sola una sequenza di momenti e passaggi, in via singolare strumentali, ad assumere i contorni di un'informazione rilevante rispetto alle esigenze di parità e di tempestività informativa cui si è fatto riferimento.

D'altro canto, anche la mera incertezza sul verificarsi dell'esito finale del processo potrebbe pur sempre minare, a propria volta, il carattere della precisione e dell'effetto *price sensitive* dell'informazione, con l'inevitabile, a questo punto, alterazione dei prezzi.

Incertezza, indeterminatezza e imprevedibilità che, in ultima analisi, di fronte al rischio per l'emittente di cadere nella violazione del divieto di utilizzo e dell'obbligo di immediata comunicazione, hanno condotto, in termini concreti, all'esito finale – anch'esso però, per converso, in potenza, lesivo dell'efficienza dei mercati dei capitali – costituito, alternativamente, o dall'inondazione del mercato con un eccesso di informazione e dunque con l'annacquamento della capacità di quest'ultimo di correttamente cogliere, selezionare e valutare, nella cacofonia di dati e di voci, le informazioni rilevanti, ovvero dall'abusiva e generalizzata attivazione della procedura del ritardo nella comunicazione delle informazioni.

Una procedura quest'ultima, la quale, tuttavia, ancora di più nel contesto normativo antecedente alle innovazioni apportate con il Listing Act, reca con sé costi non indifferenti: tanto sul mercato, nella misura in cui, ove applicata su basi estensive, comunque trascinerebbe con sé incertezze e inefficienze; quanto anche per l'emittente medesimo, in termini di adempimento ad obblighi di motivazione e di riservatezza. E infatti, per un

verso, espone il mercato al rischio di vedersi sottratte informazioni che, ove tempestivamente diffuse, ne avrebbero sorretto l'efficacia allocativa e l'efficacia distributiva. Nonché, per un altro verso, non resterebbe esente da elementi di ambiguità, segnatamente là ove, stando a quanto disposto dall'Art. 17, comma 4, lett. b), MAR, il ritardo della comunicazione rimarrebbe subordinato alla circostanza che "(...) *probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico*".

Un criterio quest'ultimo rispetto al quale la dottrina ha tentato di intervenire al fine di mitigarne la *nebulosità*, cercando dei possibili (ma non indubbiamente risolutivi) appigli oggettivi, come è avvenuto là ove si è affermato che il ritardo non dovrebbe sovvertire completamente le aspettative dell'investitore ovvero non dovrebbe implicitamente condurre a opinioni in radicale contrasto con la realtà sottostante o contraddittorie rispetto alle aspettative del mercato, eventualmente fondate sulla base di precedenti esternazioni della società medesima. Anche in questo caso, tuttavia, come è facile concludere passando in rassegna i singoli sintagmi testé riportati, indeterminatezza, discrezionalità e incertezza non sono radicalmente superate.

5. (*Segue*): *informazione privilegiata e processi prolungati; obbligo di disclosure e ritardo.*

Ed è per l'appunto che, in un siffatto quadro, ha inteso intervenire il legislatore unionale, con il Listing Act, concentrando l'attenzione sulle interferenze che la presenza di un processo prolungato esercita vuoi sulla nozione di informazione privilegiata, vuoi sulla procedura del ritardo.

Con riferimento al primo aspetto, va rilevato come l'assetto normativo prenda le mosse dall'affermazione di un principio, secondo il quale, in linea generale, le tappe intermedie rimangono tanto *rilevanti* per il divieto (*Abstain*) quanto *irrilevanti* per l'obbligo (*Disclosure*).

I vantaggi, di immediata percepibilità, dovrebbero essere, da un canto, la riduzione del rischio di non *compliance* e quindi di contenimento dei relativi costi, e, dall'altro canto, di riduzione nella diffusione di informazioni poco rilevanti, se non anche devianti, ove lette nell'ottica dell'efficienza del mercato.

Più in particolare, l'art. 17, co. 1, afferma che l'obbligo di disclosure "non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato" (ex art. 7, co 2 e 3), "*se tali tappe sono collegate alla*

concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento”, aggiungendo infine che “in un processo prolungato, solo le circostanze o l’evento finali devono essere comunicati il prima possibile dopo il loro verificarsi” (enfasi aggiunta, n.d.a).

Evidente, dunque, appare il mutamento di approccio rispetto all’informazione e alla relativa disseminazione sul (e al) mercato, con uno spostamento da una prospettiva di *anticipazione* a una di *posticipazione* rispetto alla sua concretizzazione. Con il che, tuttavia, in via immediata, si pone la questione di quale sia il limite ultimo oltre il quale l’informazione assuma così i caratteri del privilegio e dunque superi la soglia dopo la quale la stessa sia da, tempestivamente, condividersi con il mercato.

Una domanda cui il dettato normativo non dà una risposta esplicita e, tanto meno, certa; così come, al contempo, lascia irrisolti ulteriori profili. Ancora da chiarire infatti è cosa debba intendersi per “processo prolungato” e se esso ricorra solo quando vi siano situazioni che, in tutto o in parte, vedono coinvolti soggetti terzi rispetto all’emittente e richiedano così passaggi e confronti che eccedano la sfera di volontà e di controllo del solo emittente, ovvero se il processo possa ricorrere anche quando a flessione e declinazione esclusivamente *intranee* all’emittente, dacché segnato da momenti e processi decisionali pertinenti a sfere di competenze diverse tra organi e uffici diversi ma pur sempre operanti all’interno dell’organizzazione societaria-corporativa.

Irrisolta è altresì la domanda di quali debbano intendersi le circostanze e gli esiti finali e quando essi debbano considerarsi verificati; del pari, aperta rimane l’ulteriore domanda relativa a quali siano le condizioni in presenza delle quali le tappe intermedie possano ritenersi collegate e dunque porsi non già quali spezzoni isolati, ma quali elementi funzionalmente coordinati rispetto al conseguimento di un unico esito finale.

Non vi è dubbio che la soluzione si appalesi come più agevole e di immediata soluzione da un punto di vista *negativo*, vale a dire allorquando si debba rispondere alla domanda di cosa non sia un processo prolungato. Ovverosia, ogni qual volta ci si trovi dinanzi a un evento istantaneo (“*one-off event*”), a struttura per così dire binaria (l’evento esiste o non esiste) o anche a un set di circostanze che non dipendono e non possono essere integralmente governate dall’emittente: si pensi solo agli esempi classici quali quelli di un evento catastrofico, della perdita di un importante

contratto di appalto, delle dimissioni di una figura aziendale chiave e così via. Nel qual caso, infatti, se ricorrono i requisiti della non pubblicità e del carattere *price-sensitive*, non potrà che profilarsi un'informazione privilegiata e, come tale, da comunicarsi al più presto possibile.

Tuttavia, la realtà è molto più variegata e complessa; né si può ragionevolmente presumere di riuscire a comprenderla in assoluto, con le indicazioni ed esemplificazioni che lo stesso legislatore europeo offre, ove, con il *Recital* 58 delle Premesse del Listing Act, si afferma che la *disclosure* dovrebbe avere come parametro di riferimento "le particolari circostanze e i particolari eventi cui il processo tende a dare concretizzazione": il che, ad esempio, sempre stando alla premessa in parola, in ipotesi di un processo di fusione, accadrebbe allorquando l'accordo delle parti si sia formato e raggiunto in ordine alle "*core conditions*" dell'operazione.

Si pensi ad esempio a un'operazione di acquisizione, di partecipazioni societarie come di complessi aziendali, che, notoriamente, si articola e si snoda in una serie di passaggi, fasi e momenti, plurimi e cadenzati, a partire dalla sottoscrizione di accordi di riservatezza, di lettere di intenti, di puntuazioni, per poi passare ad attività di *due diligence* e arrivare poi alla negoziazione di diversi accordi e atti (contrattuali, societari e statutari), intervallati altresì da sottofasi legate alle comunicazioni, alle notifiche e alle richieste di autorizzazioni secondo le varie normative, quali, per citare le più frequenti, quelle in materie concorrenziale, quelle legate ai settori di attività vigilate, quelle connesse alla disciplina del *golden power*. Fasi, momenti, passaggi, atti, documenti che, per un verso, si pongono, sul piano fattuale e giuridico, come elementi di raccordo e di conduzione di un percorso, ma che, per un altro verso, ancorché il momento ultimo dell'operazione, costituito dall'acquisizione, ancora non sia venuto ad esistenza, possono avere in sé quella valenza e quella portata che, attraverso il prisma dei valori dell'efficienza e di parità dei mercati finanziari, ne renderebbero doverosa una disseminazione sul (e al) mercato.

Con il che ben si può cogliere e comprendere quindi come la soluzione ai quesiti lasciati aperti divenga invece non agevole allorquando la prospettiva passi ad essere quella *positiva*, cioè ove ci si trovi a dover fronteggiare (e valutare) eventi e circostanze che si susseguono, si affiancano, si colgono per approssimazione successiva, con interventi di entità e soggetti diversi accanto all'emittente e quindi anche - come non si è mancato di cogliere da parte della dottrina - di comportamenti

opportunistici rispetto all'adempimento dell'obbligo di *disclosure*. Comportamenti che potrebbero cioè tradursi nella strumentale segmentazione e segregazione dei diversi momenti e passaggi, tali da formalmente creare delle apparenti soluzioni di discontinuità nel processo e così da (sempre formalmente) "svuotare" il carattere potenzialmente rilevante degli stessi.

Accantonata sicuramente l'ipotesi che si possa circoscrivere il perimetro alle sole tappe che dipendono dal controllo e dalla volontà dell'emittente, una prima risposta potrebbe essere quella di ritenere che il processo prolungato sia addivenuto a eventi o circostanze finali (anche) in presenza di tappe intermedie che siano - sotto il profilo strettamente giuridico - necessarie, come ad esempio avviene nell'ipotesi della fusione con l'approvazione del progetto dell'organo amministrativo ad opera dell'assemblea. Si tratta però di un approccio invero eccessivamente restrittivo dacché non sempre è dato ravvisare dei momenti e dei passaggi all'interno di un processo, che si pongono come inevitabili sul piano normativo, ma che, ciò nonostante, assumono comunque, nei fatti, una rilevanza tale da segnare comunque, sul piano fattuale, dei momenti di "non ritorno" nel processo medesimo.

Del pari, anche evocare un criterio - in questo caso più fattuale - di causalità e quindi far coincidere la soglia della *disclosure* con la presenza di tappe che si pongono fra loro in un rapporto di causa-effetto si dimostra per un verso scivoloso e, per un altro verso, incerto, nella misura in cui arduo e arbitrario sarebbe individuare, nel concreto, un nesso di causalità immediata e diretta tra atti ed effetti.

Ecco perché si ritiene pienamente da condividere l'opinione secondo la quale l'unico approccio percorribile per dare una risposta alla tematica in parola sia quello di tipo "casistico", fondamentalmente basato su di un'analisi esperienziale e volta a selezionare quei fattori e quei momenti che *tipicamente* (anche se non necessariamente in senso stretto), con un'alta frequenza fattuale, si presentano come passaggi che, secondo l'*id quod plerumque accidit*, ricorrono nei diversi contesti e che ne segnano l'ineluttabilità o comunque la più che probabile evoluzione e realizzazione in termini di esito finale: passaggi e momenti che opererebbe quindi come condizioni (di fatto e non solo di diritto) sia pure intermedie ma superate le

quali diviene (più che vero) verosimile giungere alla fine del procedimento⁸.

Di qui la necessità di avere quanto meno degli ancoraggi di tipo oggettivo, che si sostanziano, prima di tutto, in un necessario grado di formalizzazione procedimentale, anche a carattere strettamente *intraneo* al solo emittente, e che si articolano in una serie di passaggi, attività istruttorie, approvazioni (anche solo) preliminari e non solo necessariamente ultimativi e finali, ma che, ancora a processo non integralmente chiuso, lasciano *tipicamente* preconizzare quello che sarà l'esito finale del cammino intrapreso.

Se così fosse, per tornare all'esempio di un'operazione di fusione per incorporazione, nella triade dei tre passaggi del processo, quello dell'approvazione ad opera dell'organo amministrativo del progetto, quello dell'approvazione in sede assembleare dell'operazione e quello finale dell'atto di fusione, si dovrebbe optare, secondo la tesi in parola, per la soluzione secondo cui il momento di "rilevanza", ai fini dell'informazione continua, andrebbe posizionato con il primo dei tre passaggi e dunque identificando nella deliberazione consiliare l'informazione privilegiata. Così come, per contro, nell'ipotesi dei così detti "*profit warnings*", essi andrebbero pubblicati solo quando obiettivamente testati, verificati e misurati nella loro effettiva portata, dacché oggetto di una specifica deliberazione consiliare nella quale l'organo amministrativo ne abbia attentamente valutato tanto la sussistenza quanto gli effetti, approvando l'implementazione di misure e interventi correttivi ovvero abbia individuato la necessità di portarli all'attenzione dell'assemblea dei soci, ai sensi dell'art. 2446 cod. civ.

Un approccio cui, a ben vedere, pare voler aderire lo stesso legislatore unionale - e qui si coglie appieno la funzionalità di un approccio di *deregulation* normativo a favore di una regolamentazione di tipo secondario (e flessibile) - ove con il Listing Act, all'art. 17, comma 12, rimette alla Commissione il potere di adottare un atto delegato per stabilire e riesaminare un elenco, non esaustivo, avente ad oggetto due punti importanti: innanzi tutto la lista di quali debbano considerarsi eventi o circostanze finali nei processi prolungati; inoltre, il momento in cui si ritiene che si sia verificato e in cui deve essere comunicato a norma del primo

⁸ Il riferimento è a M. VENTORUZZO, *Interrogativi preliminari*, cit., 1153 ss.

paragrafo dell'articolo in parola, l'evento medesimo. Così da creare una sorta di tassonomia, elaborata sulla base della prassi e dell'esperienza concrete, cui poter fare riferimento al fine di stabilire quando il processo debba considerarsi concluso e quindi avere condotto a un'informazione privilegiata e, parametro ancora più utile, al fine di scandire il tempo entro cui procedere con la comunicazione al mercato.

La sola eccezione - e quindi la possibile anticipazione della soglia di rilevanza ai fini dell'obbligo di *disclosure* ai sensi dell'art. 17 MAR (e ferma restando invece la possibile rilevanza ai sensi dell'art. 8 MAR) - dovrebbe ricorrere in quelle ipotesi eccezionali nelle quali il passaggio nel processo multi-stadio non si ponga quale condizione tipicamente di "non ritorno" (secondo la prospettiva poc'anzi delineata), ma comunque abbia in sé la possibilità di sopravvivere a prescindere dal possibile (e ancora non preconizzabile) esito successivo e finale; ovvero sia abbia una possibilità e una capacità di persistenza e una utilità autonoma (tipico l'esempio del contratto di distribuzione sottoscritto nell'ambito di un più ampio progetto di joint-venture poi abortito).

Nel contempo - come si ricordava nelle pagine precedenti - con il *Listing Act*, il legislatore unionale ha inteso intervenire anche sulla disciplina del ritardo: l'idea di fondo è quella che, avendo per così dire "scriminato" le soglie di rilevanza all'interno del processo prolungato, l'attivazione del ritardo dovrebbe quindi collocarsi nella parte finale del processo e dunque nel solo momento in cui, effettivamente e conclusivamente, le "*core conditions*" dell'operazione sono state raggiunte.

Al riguardo, va infatti segnalato come due sono le modifiche più rilevanti.

La prima attiene al comma 4, lett. b) dell'Art. 17 MAR, ove il sintagma «fuorviante» è stato sostituito con una nuova formulazione a detta della quale diviene legittimo per l'emittente avvalersi del silenzio, solo se le «*informazioni non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico e con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente (...) in relazione alla stessa questione cui si riferiscono le informazioni privilegiate*» (enfasi aggiunta, n.d.a.). Vale a dire che il ritardo sarebbe precluso - e conseguentemente l'informazione andrebbe comunicata - solo allorquando vi sia un contrasto certo, obbiettivo, depurato da elementi di "potenzialità" e/o di "significatività": con il che, a maggior ragione, si giustifica la conclusione testé avanzata in merito alle possibili situazioni di divergenza

e di potenziale non raggiungimento di obiettivi o target di fatturato (*profit warnings*), per le quali dunque l'obbligo di comunicazione scatterebbe soltanto se e quando il contrasto o il disallineamento fossero obiettivi, dacché ponderati, verificati e certificati.

La seconda modifica procede anch'essa nella direzione di allocare diversamente il confine della rilevanza rispetto all'obbligo di comunicazione al mercato. Con riguardo al fenomeno delle "voci", dispone infatti l'ultimo capoverso del comma 7 dell'art. 17 MAR, che l'emittente è obbligato a comunicare il prima possibile al pubblico le informazioni privilegiate (che siano state ritardate ai sensi dei commi 4 e 5 ovvero che siano relative a tappe intermedie di un processo prolungato e non comunicate ai sensi del comma 1) quanto «*tale voce è sufficientemente accurata da indicare che la riservatezza di tali informazioni non è più garantita*» (enfasi aggiunta, n.d.a.).

Per un verso, è chiaro l'intendimento di voler scriminare una situazione di vero e proprio *leakage* di una voce "vera" da quella di una semplice diffusione di un *rumor* relativo a una voce "non fondata"; per un altro verso, è altresì evidente la volontà di rendere più definita e quindi superare l'indicazione secondo la quale, sino ad oggi, sul piano della regolamentazione proposta dall'ESMA (e si v. il *Mar Review Report*, 24 settembre 2020), una *voice* dovrebbe considerarsi *accurata* allorquando sia *new, sufficiently precise, persistent and with an impact on the price*. Vero è infatti che, post novella, a livello di disciplina di rango primario, il parametro cui fare riferimento per stabilire se e quando scatti un obbligo di *disclosure* e quindi per determinare la linea di confine tra l'opzione di una (passiva) *no-comment position* e quella di una (attiva) comunicazione al mercato sarebbe soltanto quello dell'intervenuta compromissione della riservatezza⁹.

6. *Informazione privilegiata e crisi d'impresa: il ruolo privilegiato della composizione negoziata della crisi.*

⁹ Come è stato puntualmente evidenziato, rimarrebbe aperta una lacuna, là ove non si fa riferimento alcuno alla possibile *fonte* della *voice*, con il conseguente rischio di esporre l'emittente medesimo, allorquando non fosse posto in grado di dimostrare l'estraneità di una siffatta voce alla propria struttura organizzativa ad abusivi fenomeni di *fishing strategy*. Di qui la proposta di integrare il dettato normativo e di consentire comunque all'emittente la possibilità di dare la dimostrazione della non riconducibilità di una siffatta situazione a un problema organizzativo interno, con i conseguenti vantaggi rappresentati da un miglior temperamento degli interessi in gioco e da una maggior presidio alla stabilità del sistema complessivo. Cfr. XXX

Come promesso in esordio, dopo aver provato a tratteggiare il nuovo scenario post Listing Act e a declinare le possibili coordinate ermeneutiche, si tratta ora di provare a calare il tutto all'interno di un quadro in cui l'informazione privilegiata si collochi in un processo prolungato in presenza, *rectius* in prossimità, della crisi dell'impresa con titoli quotati.

Un quadro che, come è noto e come si faceva cenno nelle precedenti pagine, è caratterizzato, con il CCII, da una significativa quanto indubbia anticipazione del momento di rilevanza della (possibilità di) crisi e quindi da una, altrettanto recisa, anticipazione del dovere di *tempesta* reazione (meglio, azione) in capo all'organo amministrativo dell'emittente. Un quadro, dunque, nel quale il valore primario da salvaguardare - anche a costo del sacrificio dei diritti e delle posizioni dei finanziatori dell'impresa, siano essi i creditori ovvero i soci medesimi - è quello della continuità dell'impresa a complesso aziendale possibilmente integro.

Basti considerare, in tal senso, con lo sguardo rivolto ai creditori, come il legislatore all'obiettivo (positivo) della loro miglior soddisfazione abbia sostituito quello (negativo) del pregiudizio non superiore a quello derivante dalla liquidazione giudiziale; abbia previsto che, nei concordati in continuità aziendale i creditori possano essere soddisfatti in misura anche non prevalente dal ricavato prodotto dalla continuità aziendale diretta o indiretta (art. 84, comma 3, CCII); abbia altresì demolito la centralità della regola, anelastica, della APR, per affiancarla a quella, obiettivamente più mobile e dinamica, in chiave di soluzione della crisi, costituita dalla RPR (art. 84, comma 6, CII), sino a predicare, addirittura, la possibilità di un danno, purché "non ingiusto", ai creditori medesimi (art. 12 CCII).

Così come, con lo sguardo rivolto ai soci, valga nuovamente il richiamo all'art. 120-bis CCII e al rilievo secondo il quale il legislatore, rispetto ai portatori di *equity*, abbia degradato i diritti corporativi da posizioni dominicali a intangibilità assoluta, a posizioni finanziarie funzionali alla gestione e al superamento della crisi; abbia così allocato la tutela dal piano *reale* a quello *risarcitorio*; abbia infine spento la *voce societaria* e abbia lasciato accesa solo quella *concorsuale*, riservando, a salvaguardia dei soci, solo gli strumenti - per loro natura *extra moenia societatis* - della collocazione in un'apposita classe (addirittura obbligatoria in assoluto in caso di società che faccia ricorso al mercato dei capitali: art.

120-ter, co. 2, CCII) e dell'opposizione all'omologazione dello strumento di regolazione della crisi (art. art. 120-*quater*, co. 3, CCII).

Di qui l'interrogativo di come e dove si collochino l'informazione privilegiata e quindi la soglia dell'obbligo di *disclosure*; di qui, in altri termini, il dilemma di dove fissare il punto di equilibrio tra *mercato* e *impresa*, fra l'istanza di parità informativa del (e sul) mercato e di protezione della continuità dell'attività e della struttura stessa dell'impresa (emittente).

Di qui, l'ulteriore, quanto direi apicale, dilemma in merito a quale sia l'informazione da doversi considerare privilegiata e come tale soggetta all'obbligo di informazione continua: segnatamente, l'interrogativo di fondo cui dare risposta è se la ricorrenza in sé di una condizione economico-patrimoniale-finanziaria tale da configurare una situazione di possibili crisi e quindi di necessaria attivazione dei meccanismi di allerta e dei conseguenti obblighi di intervento finalizzati al superamento della crisi medesima possa di per sé sola considerarsi un'informazione privilegiata.

L'alternativa, dunque, che si pone - all'interno dello scenario speciale delle imprese societaria in crisi - è, in ultima analisi, quella se la crisi sia da trattarsi, ai fini della disciplina del mercato e dell'obbligo di cui all'art. 17 MAR, quale mero esergo isolato (*one-off event*) ovvero, necessariamente, quale tappa intermedia (*recte* iniziale) di un processo prolungato, la quale verrebbe ad essere così 'catturata' dall'obbligo di comunicazione solo nel suo esito finale. Esito che, a sua volta, deve essere identificato e che, ovviamente, non potrebbe certo essere fatto coincidere con la conclusione del percorso, dello strumento o della procedura che l'impresa in crisi dovesse intraprendere o al quale dovesse essere assoggetta al fine di dare una soluzione allo stato di crisi (o di insolvenza) in cui si è venuta a trovare.

Nell'anticipare le conclusioni, la tesi che si propone è quella secondo la quale, in linea generale e prevalente, in caso di società che fanno ricorso al mercato dei capitali con accesso a un mercato regolamentato, a rimanere prevalente sia pur sempre e comunque l'istanza efficientistica dei mercati medesimi e che quindi anche in presenza di uno stato di crisi l'impresa non possa avanzare un'istanza di riservatezza o comunque di *opacità* di fronte agli investitori, quand'anche il riserbo possa essere un fattore essenziale per riuscire a prevenire i possibili effetti centrifughi rispetto alle risorse finanziarie, al credito, alla fiducia, di cui l'impresa medesima potrebbe avere bisogno per riuscire a superare il momento di difficoltà.

Il tutto però con una precisazione, per un verso, e con un'eccezione, per altro verso.

La *precisazione*, in coerenza con le considerazioni svolte e gli approdi raggiunti nel corso dei precedenti paragrafi, è che lo stato di crisi di per sé stesso sia e debba essere trattato come una tappa intermedia di un processo prolungato. In questo senso depongono una serie di argomentazioni.

Innanzitutto, lo stato di crisi o di insolvenza può essere reversibile e dunque, di per sé solo, soggetto ad evoluzioni ancora non certe e definitive: un'anticipazione al mercato della notizia in ordine alla sussistenza di un siffatto stato potrebbe dunque ritenersi, dal lato della disciplina del mercato, come priva del carattere della precisione e, dal lato della disciplina dell'impresa, quale fattore di (irreversibile) accelerazione verso uno stadio di irreversibilità della crisi medesima. Vale a dire quale elemento tale da influenzare se non, ancor prima, determinare la crisi e la sua evoluzione verso un esito non coerente con, o non funzionale a, il recupero della continuità aziendale e la salvaguardia dell'integrità dell'impresa e del suo complesso aziendale.

D'altro canto, una lettura che volesse anticipare la soglia di rilevanza ai fini dell'art. 17 MAR alla mera sussistenza dello stato di crisi finirebbe per porsi in aperto contrasto (e pregiudicarne in radice la l'efficacia) con il quadro normativo che il CCII ha consacrato in punto di organizzazione e di gestione dell'impresa societaria, là ove, da un lato, ha imposto, addirittura quale condizione di legittimazione all'esercizio dell'attività di impresa stessa, l'obbligo di istituzione di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati¹⁰, e, dall'altro lato, ha sancito puntuali paradigmi operativi in capo agli organi vuoi di amministrazione, vuoi di controllo, finalizzati a sollecitare interventi tempestivi e proattivi. Un quadro normativo, dunque, la cui funzione e la cui inclinazione sono essenzialmente quelle di operare quale strumento di anticipazione nell'intercettazione e nella gestione della crisi e dunque in una fase e in condizioni in cui vi sarebbe ancora spazio per un intervento di 'aggiustamento', piuttosto che di vero e proprio 'risanamento' della traiettoria di possibile evoluzione dell'andamento gestionale, economico e finanziario dell'impresa. Funzione e inclinazione che, viceversa, verrebbero

¹⁰ Sul punto, rinvio a *Assetti organizzativi, diritto dell'impresa e diritto delle società: dal passato a un (possibile) futuro*, in *Diritto della crisi*, 2025.

irrimediabilmente pregiudicate e compromesse da un'informazione al mercato così anticipata.

In secondo luogo, volendo adottare quell'approccio di cui si è detto nel paragrafo precedente e basato su di un'analisi esperienziale e volta a selezionare quei fattori e quei momenti che *tipicamente* (anche se non necessariamente in senso stretto), con un'alta frequenza fattuale, si presentano come passaggi che, secondo l'*id quod plerumque accidit*, ricorrono nei diversi contesti e che ne segnano e condizionano l'ineluttabilità o comunque la più che probabile evoluzione e realizzazione in termini di esito finale del processo, non si potrebbe fare a meno di evidenziare come - viepiù in presenza di una così vasta panoplia di percorsi, di strumenti e di procedimenti, oltre che di soluzioni anche in termini di organizzazione corporativa e di assetti proprietari propri dell'impresa societaria, che il CCII offre per addivenire all'inversione e alla soluzione della crisi - sia impossibile predeterminare, in presenza del solo stato di crisi, quale possa essere l'evoluzione e l'esito finale del processo.

Una prima conclusione quindi che si avanza è quella che la soglia della trasparenza verso il mercato dei capitali non cada con il momento (iniziale) dell'*essere* (la società) in crisi, ma, per contro, debba essere spostata (in avanti) sul piano dell'*agire* (della società) in chiave di superamento della crisi medesima: vale a dire in relazione al momento in cui si avvii (o si determini l'avvio) di uno dei percorsi o degli strumenti (tipici) declinati dal CCII.

Fatta la precisazione si tratta di illustrare allora l'*eccezione* cui si faceva testé riferimento.

Un'eccezione che si pone sul piano che si è detto dell'*agire*; un'eccezione anch'essa non di poco momento, a cui a sua volta coerente, per un verso, con l'istanza di anticipazione e di tempestività nella gestione della crisi e, per un altro verso, con la diafonia secondo la quale il CCII ha inteso gradare la panoplia dei percorsi e degli strumenti di soluzione e superamento della crisi. Un'eccezione la quale verrebbe a determinare, in ultima analisi, ulteriori effetti (convergenti e) positivi rispetto alla conservazione della continuità dell'impresa: in primo luogo, nell'incentivare l'intercettazione e la gestione della possibile crisi in una fase molto anticipata; in secondo luogo, nell'enfatizzare un paradigma operativo specifico per l'organo amministrativo consistente nell'attivazione, con sollecitudine e prontezza, del percorso in parola; in

terzo luogo, nell'evidenziare un vantaggio del percorso della composizione negoziata della crisi rispetto agli altri strumenti di regolazione della crisi.

L'idea che si avanza è infatti quella di segnare una netta distinzione, tra mercato e impresa, tra *disclosure* e riservatezza, a seconda che il processo di soluzione della crisi si svolga attraverso il percorso della composizione negoziata della crisi ovvero con il ricorso a uno strumento di regolazione della crisi.

Nel primo caso, la tesi è che sia ragionevole spostare in avanti la soglia e far coincidere così l'obbligo di informazione solo con uno degli esiti finali del percorso previsti dall'art. 23 CCII.

In questo senso deporrebbero una serie di argomenti: perché la composizione è il percorso di superamento della crisi che andrebbe attivato in via antergata rispetto a ogni altro strumento di regolazione della crisi; perché si tratterebbe di un percorso accessibile, sul piano oggettivo, solo quando vi sia una situazione di squilibrio economico-finanziario che ne rende possibile la crisi e in condizioni in cui vi sia però la ragionevole perseguibilità del risanamento dell'impresa; perché soprattutto – proprio al fine di coniugare l'istanza delle tempestività nell'intercettazione e nel superamento della (probabile) crisi con la salvaguardia dei presupposti e delle condizioni indispensabili al risanamento dell'impresa – il pilastro essenziale del percorso è costituito dalla necessaria riservatezza che deve “avvolgere” e accompagnare il percorso medesimo. Ovviamente, a meno che non ricorrano le condizioni – magari perché la velocità e l'immediatezza non sono state sufficienti nell'intercettare, per tempo, la (probabilità della) crisi – affinché l'impresa debitrice si trovi costretta a richiedere la concessione delle misure protettive o cautelari: in questo caso, infatti, il punto di “non ritorno” e quindi l'obbligo di *disclosure* andrebbe anticipato al momento in cui l'organo amministrativo dovesse assumere la decisione di accedere a una siffatta richiesta.

Diversamente, nell'ipotesi di accesso agli strumenti di regolazione della crisi, la decisione assunta dall'organo amministrativo – unico organo cui il CCII riserva in via esclusiva la relativa competenza (art. 120-*bis*), in assenza di alcuna volontà dei soci, all'insaputa dei soci e financo contro la volontà dei soci medesimi – costituisce in sé stessa, in coerenza con quanto proposto nelle pagine precedenti, un'informazione privilegiata, ancorché la stessa si ponga come momento all'interno di un processo prolungato, qual è, necessariamente, il percorso lungo il quale si dipana il risanamento della

crisi e che, nella sua fase iniziale, ancora non potrebbe dare contezza su quale possa essere lo strumento e dunque l'esito finale con cui il processo andrà a concludersi.

In effetti, è vero che la decisione potrebbe di per sé sola non essere ancora *precisa*, dacché l'accesso allo strumento potrebbe anche avvenire «*con riserva di deposito della proposta, del piano e degli accordi*» (art. 120-*bis*, co. 1, CCII); pur tuttavia, si tratta di una decisione formalizzata che rende, obiettivamente quanto tipicamente, percepibile (all'esterno) la sussistenza dello stato di crisi, per un verso, e preconizzabile, per un altro verso, comunque l'esito finale del processo avviato, che non potrebbe che sfociare e concludersi se non con un intervento di ristrutturazione finanziaria dell'impresa, eventualmente anche accompagnato da una riorganizzazione societaria (ai sensi dell'art. 120-*bis*, CCII). E dunque, in quanto tale, non potrebbe che presentarsi come informazione necessaria al fine di dare piena ottemperanza alle due istanze, da cui si sono prese le mosse: quella dell'efficienza allocativa e quella dell'efficienza distributiva.

Una conclusione - quella cui si è appena giunti - la quale, a ben vedere, come si notava poc'anzi, recherebbe con sé, sul piano dell'organizzazione interna all'impresa emittente e dei paradigmi operativi che governano l'operato degli amministratori, un effetto aggiuntivo, costituito dalla necessità che la *governance* sia quanto più tempestiva e proattiva nella previsione e nell'intercettazione del possibile stato di crisi cui l'impresa è destinata e quindi nell'attivazione anticipata di uno dei percorsi tipici che il CCII offre, così da poter gestire e assicurare il superamento della crisi medesima attraverso, preferibilmente, la composizione negoziata della crisi.

Un'opzione la quale avrebbe il duplice vantaggio di poter operare non soltanto a diritti corporativi dei soci ancora integri e non soggetti quindi ad allocazioni o limitazioni strumentali alla ristrutturazione finanziaria, quanto, prima ancora, in condizioni di riservatezza assolute e quindi senza trovarsi esposti al rischio di "cordoni sanitari" o comunque reazioni negative ad opera degli *stakeholder* interessati e, più in generale, del mercato.

Il nodo ultimo che andrebbe sciolto è se la decisione di accesso al percorso della composizione della crisi sia di per sé un'informazione privilegiata in presenza della quale si renderebbe legittimo (e doveroso) il ricorso all'istituto del ritardo, secondo quanto visto nelle pagine precedenti, ovvero se essa non debba, di per sé e in sé, ovviamente in assenza

dell'istanza volta all'ottenimento di misure protettive o cautelari, essere considerata e dunque, come tale, gestita come informazione inserita in processo prolungato, tappa intermedia, inidonea per sua natura a dare luogo a un'informazione oggetto dell'obbligo di *disclosure*. In coerenza con (e in forza de) le considerazioni sino a qui svolte, la risposta che si propone è quella di scogliere il dilemma nel secondo senso.

7. Una notazione conclusiva.

Un'ultima annotazione conclusiva, a chiusura delle presenti riflessioni e volta a incidere sulle possibili coordinate lungo le quali condurre l'attività di interpretazione e applicazione delle nuove norme in tema di informazione privilegiata. La riflessione di fondo cui si è giunti è quella secondo la quale la trasparenza, per un'impresa che intenda fare appello al mercato dei capitali, rimanga un valore fondante e, in generale, collocato in posizione sovraordinata in un'ideale scala di valori pertinenti allo statuto dell'impresa; questo a condizione però che una siffatta istanza sia pur sempre funzionale ad assicurare l'efficienza del mercato.

Il monito che si intende avanzare è dunque quello di non cadere nell'errore di accantonare o comunque di sotto-ordinare le istanze di tutela dell'affidabilità, dell'efficienza e della trasparenza dei mercati dei capitali rispetto a quella di favorire, promuovere e incrementare, più banalmente, la sola *liquidità* dei mercati medesimi, attribuendo la priorità e la preferenza all'esigenza di spingere il processo di quotazione (*going public*) con l'ingresso sul mercato regolamentato delle PMI mediante l'abbassamento, *inter alia*, dei costi di *compliance* all'obbligo di informazione continua. E muovere, in questo modo, da una protezione degli investitori a una mera promozione delle quotazioni.

Si tratta di una preoccupazione, cui si è fatta menzione in esordio, di per sé assolutamente corretta quanto ragionevole e che traspare dalla lettura sinottica di diverse innovazioni disseminate nel Listing Act: si pensi al nuovo art. 17, comma 1, MAR, relativamente alle esenzioni dall'obbligo di disclosure delle informazioni in presenza di un processo multi-stadio; si pensi al nuovo Art. 17, comma 4, lett. b), in tema di disciplina del ritardo; si pensi infine al nuovo Art. 17, comma 5, là ove impone la giustificazione del ritardo in caso di PMI solo «su richiesta».

Si tratta però di una preoccupazione che deve comunque rimanere sotto-ordinata rispetto all'istanza di assicurare la trasparenza e l'affidabilità

dei mercati dei capitali sui quali anche le PMI siano indotte ad affacciarsi. Dopo tutto, si tratterebbe di un'istanza quest'ultima rispetto alla quale – come si è testé ipotizzato – anche la sopravvivenza stessa dell'impresa che si trovi a dover affrontare uno stato di (probabile) crisi deve piegarsi, soggiacendo, a certe condizioni, all'obbligo di piena *disclosure* verso il mercato.