

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA



LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

2017/2018  
TESI IN DIRITTO DELLE SOCIETA'

TITOLO

Gli Obblighi di Informazione Societaria nelle Società Quotate Italiane:

Comparazione con l'Ordinamento Inglese

RELATORE:

Prof. Gustavo Visentini

CANDIDATO:

Agostino Aurelio Sarzana

Matr: 123963

CORRELATORE:

Prof. Andrea Palazzolo



*“Datemi un microfono...  
vi solleverò il mondo”*

Giacomo Murana

*A mio nonno,  
educatore e maestro,  
fonte inesauribile di saggezza,  
formante unico della mia personalità.*



# RINGRAZIAMENTI

Un lavoro di ricerca richiede concentrazione, impegno e dedizione quotidiani, in tale sede voglio, dunque, ringraziare tutti coloro che, a vario titolo, hanno contribuito a supportarmi nel mio percorso di studi sia dal punto di vista accademico, sia dal punto di vista umano.

Un preliminare ringraziamento è d'obbligo nei confronti dei miei genitori, Anna Murana e Massimo Sarzana, i quali hanno, in primo luogo, contribuito alla mia formazione consentendomi di frequentare, da fuori sede, una prestigiosa università come la LUISS. Mia madre, inoltre, è sempre stata particolarmente vicina al mio percorso di studi, stante la sua professione di avvocato. Pertanto, sono stati frequenti i momenti di confronto su svariate questioni giuridiche in questi anni. Fondamentale è stata, poi, la sua presenza a livello umano e materno, anche a distanza, nei momenti più importanti del mio percorso che in questa sede sta per concludersi. Sento, inoltre, la profonda necessità di ringraziare la mia compagna Giulia Catone. Compagna di vita, di studi e “di casa”, donna al mio fianco sin dal primo anno di università che, con la sua estrema dolcezza e pazienza ha saputo consigliarmi, spronarmi e (in determinate circostanze) supportarmi, in tutte le fondamentali fasi di vita e di studio di questi ultimi cinque anni.

Infine, un particolare ringraziamento è da riferire al mio relatore, il prof. Gustavo Visentini. Egli ha sempre riposto particolare fiducia in me, assistendomi non solo per quanto concerne il lavoro di cui alla presente trattazione, bensì in numerose altre occasioni, in particolare connesse alle esperienze di studio internazionali. La Sua notevole precisione e tempestività nell'assistenza prestatami nell'attività di ricerca (anche con l'ausilio della collaboratrice dott.ssa Giorgia Marra che ringrazio), nonostante i suoi numerosi impegni accademici e lavorativi, è stata da me sommamente apprezzata, in quanto mi ha consentito di svolgere il presente lavoro in assoluta serenità e tranquillità.



# INDICE

Note Introduttive	1
-------------------	---

## Capitolo 1

### *La Ratio della Disciplina Speciale*

– Introduzione;	5
– <b>Parte 1:</b> La Ratio di una Disciplina Speciale	7
I. L’Investitore come “Contraente Debole”	7
II. La Tutela del Corretto funzionamento del Mercato in Generale	10
III. La Tutela dell’Ordine Pubblico	13
– <b>Parte 2:</b> La Derivazione della Disciplina Speciale dal Diritto Comune	15
I. L’offerta al Pubblico nel Diritto Comune	15
II. Confronto con le norme in materia di Prospetto, Art. 94 TUF	17
III. Gli Obblighi civilistici di Rendicontazione per gli amministratori di Società	18
IV. Confronto con le norme in materia di Comunicazioni al Pubblico, Art. 114 TUF	21
V. Informazione societaria e <i>stakeholders</i>	25
VI. (Segue) Confronto con la Disciplina Inglese	26
– Conclusione.	28

## Capitolo 2

### *Le Norme del TUF sull’Informazione Societaria*

– Introduzione;	31
– <b>Parte 1:</b> L’Informazione Privilegiata	33
I. La non-pubblicità dell’informazione	35
II. La precisione dell’informazione	36

III.	La <i>price sensitivity</i> dell'informazione	38
–	<b>Parte 2:</b> L'Informazione Continua, Art. 114 TUF	40
I.	Ambito Soggettivo di Applicazione	41
II.	Ambito Oggettivo di Applicazione (rinvio)	44
III.	La possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni	46
IV.	(segue) La <i>Selective Disclosure</i>	48
V.	I poteri della CONSOB ex art. 114 comma 5 TUF	51
VI.	(segue) Differenze e coordinamento con gli obblighi ex art. 114 comma 1	53
–	<b>Parte 3:</b> Le Comunicazioni alla Consob.	54
I.	La Disciplina di cui all'art. 115 TUF	54
II.	L'informazione sugli assetti proprietari, art. 120 TUF	57
–	Conclusione.	59

### Capitolo 3

#### *La Tutela dell'Investitore e del Mercato*

#### *Confronto con la Disciplina Inglese*

–	Introduzione;	61
–	<b>Parte 1:</b> La Disciplina Nazionale	62
I.	I Poteri della CONSOB per la Vigilanza sugli Emittenti	63
II.	(segue) La vigilanza informativa ed il controllo preventivo sui prospetti	67
III.	(segue) La responsabilità della CONSOB per negligenza nella vigilanza	70
IV.	La Responsabilità da Prospetto	74
V.	(segue) La responsabilità degli amministratori non firmatari	80
VI.	Le sanzioni amministrative	81
–	<b>Parte 2:</b> Un confronto con la Disciplina Inglese	84
I.	Il diritto comune inglese: Il “Leading Case” <i>Caparo Industries plc v Dickman</i>	85



II.	(segue) L'azione di risarcimento per diffusione di informazioni false o incomplete nel mercato	88
III.	(segue) La responsabilità da prospetto e di rapporti con la <i>common law</i>	90
IV.	La <i>compensation via FCA action</i>	91
V.	Le sanzioni amministrative	94
–	Conclusione	96

## **Capitolo 4**

### *Limiti della disciplina e prospettive future*

–	Introduzione	99
	I. Informazione Societaria e HFT, le criticità dell'innovazione tecnologica	99
	II. Il rischio di <i>information overload</i>	101
	III. Il piccolo investitore come destinatario del sistema: una finalità utopistica	103
	IV. Prospettive di sviluppo della disciplina	104
–	Conclusione.	106
	Note Conclusive	109
	Bibliografia	115
	Riferimenti Normativi	121
	Giurisprudenza	125



# NOTE INTRODUTTIVE

La trattazione si prefigge lo scopo di ricostruire, principalmente sotto il profilo logico e sistematico, la disciplina degli obblighi informativi gravanti sulle società quotate italiane.

L'analisi si concentra preminentemente sul diritto italiano e comunitario, con un confronto con l'ordinamento inglese limitatamente ad alcuni aspetti che, nell'opinione di chi scrive, sono maggiormente rappresentativi del diverso approccio approntato dall'ordinamento di *common law* rispetto all'ordinamento italiano. L'attività di ricerca relativa al diritto inglese ha avuto luogo principalmente in occasione dell'esperienza di studio all'estero (*erasmus*) svoltasi nel periodo tra settembre e dicembre 2018 presso *l'University of East Anglia* di Norwich in Inghilterra. In tale contesto è stato agevole confrontarsi direttamente con una tradizione giuridica, quella di *common law*, tanto diversa, sin dalle proprie premesse, con quella nazionale.

La scelta, tra gli ordinamenti di *common law*, dell'Inghilterra, piuttosto che dell'ordinamento statunitense, merita, tuttavia, una spiegazione. Infatti, operando una ricognizione della dottrina di settore, è evidente come il confronto venga normalmente operato con riguardo al diritto americano, particolarmente sviluppato e, spesso, preso a modello dallo stesso legislatore comunitario. La scelta, dunque, di operare un confronto con la cultura giuridica inglese, è in controtendenza, e principalmente deriva dalla volontà di analizzare un sistema giudico sì, molto distante dal nostro perché basato sulla *common law*, tuttavia, al tempo stesso, parte dell'Unione Europea, fonte da cui deriva la disciplina applicabile in tema di informazione societaria. La comparazione, dunque, si rivela particolarmente interessante considerando che, posti gli obbiettivi finali dal legislatore comunitario, l'ordinamento italiano e quello inglese, conformemente alle proprie tradizioni giuridiche e pur raggiungendo, di fatto, il medesimo obiettivo, percorrono vie differenti nell'integrare i comuni precetti di origine comunitaria. Ne deriva che,

come avremo modo compiutamente di vedere, i diversi formanti giuridici non possono che permanere e produrre effetti autonomi e caratterizzanti che, in particolare, si palesano evidenti nei profili di tutela degli investitori.

La trattazione si divide in tre macro-aree logiche corrispondenti con i tre principali capitoli. Nel primo viene svolta un'analisi circa la *ratio* del sistema di norme preposte all'informazione societaria. In particolare, il piccolo investitore-risparmiatore è al centro del sistema. Vengono, dunque, individuate tre principali finalità che il legislatore vuole perseguire, finalità che sono incredibilmente simili a tutte le normative tipicamente poste a protezione dei contraenti deboli. Mi riferisco, in particolare, al tentativo di ridurre l'asimmetria tra le parti (emittente e investitore), alla tutela del corretto funzionamento del mercato in generale ed alla tutela dell'ordine pubblico. Segue una disamina del processo evolutivo delle norme in esame prendendo a confronto i corrispettivi istituti di diritto comune, allo scopo di evidenziare, in applicazione delle finalità indicate, come il diritto comune venga plasmato in una disciplina speciale, comunque derivata.

Nel secondo capitolo, invece maggiormente compilativo, viene data contezza dell'attuale corpo di norme in tema di informazione societaria. Il primo riferimento sarà fatto alla complessa nozione di informazione privilegiata per poi proseguire nell'analisi delle norme in tema di informazione continua e delle comunicazioni alla CONSOB. In questa parte della tesi sono numerosi i richiami a considerazioni circa l'esigenza di bilanciare contrapposti interessi da parte del legislatore ed, in particolare, l'interesse dell'emittente alla riservatezza e dell'investitore alla più completa *disclosure*.

Nel terzo, nonché conclusivo, capitolo, infine, saranno analizzate tutte le forme di tutela previste dall'ordinamento per gli investitori lesi a seguito di informazioni false o incomplete diffuse sul mercato. L'analisi sarà svolta parallelamente con riguardo all'ordinamento italiano e all'ordinamento inglese che saranno opportunamente comparati evidenziando analogie e differenze tra i due sistemi. Con riguardo agli strumenti di tutela in ambito nazionale sarà data

particolare rilevanza ai poteri di vigilanza della CONSOB e alle responsabilità derivanti dall'informativa di prospetto, nonché alle forme di tutela di natura pubblicistica connesse alla potestà sanzionatoria della CONSOB.

Quanto all'ordinamento inglese sarà svolta una ricognizione dei profili di responsabilità per negligenza derivanti dal diritto comune per violazione dei *duties of care* con analisi specifica del caso giurisprudenziale *Caparo Industries PLC v. Dickman*, la cui sentenza dell'*House of Lords* rappresenta, tuttora, legge applicabile nel Regno Unito.

Il diritto comune inglese, in verità non particolarmente di favore per l'investitore leso, sarà posto a confronto con la disciplina speciale di derivazione comunitaria. È in questo specifico ambito che il diritto inglese si è mostrato particolarmente innovativo con l'introduzione di strumenti di tutela ibridi (pubblico-privato) come la *compensation via FCA action*, estranei al nostro ordinamento. Particolarmente interessante sarà anche la comparazione riguardante le sanzioni amministrative le cui finalità differiscono notevolmente tra i due ordinamenti.

La parte conclusiva del terzo capitolo è, invece, dedicata agli aspetti di criticità di tutta la disciplina analizzata nella trattazione. In particolare, saranno oggetto di analisi alcune circostanze extra-giuridiche come gli effetti dell'avvento tecnologico sulle modalità di negoziazione dei titoli e la prassi in concreto seguita dagli operatori nel mercato.

La trattazione si concluderà con un breve commento circa l'effettivo raggiungimento, da parte del legislatore, delle finalità della stessa disciplina, nonché circa la necessità di innovare il settore con l'implementazione di alcune nuove soluzioni normative, anche alla luce dell'esperienza maturata in altri ordinamenti.



# CAPITOLO 1

## *La Ratio della Disciplina Speciale*

SOMMARIO: Introduzione; **Parte 1:** La *Ratio* di una Disciplina Speciale (I. L'Investitore come "Contraente Debole"; II. La Tutela del Corretto funzionamento del Mercato in Generale; III. La Tutela dell'Ordine Pubblico); **Parte 2:** La Derivazione della Disciplina Speciale dal Diritto Comune (I. L'offerta al Pubblico nel Diritto Comune; II. Confronto con le norme in materia di Prospetto, Art. 94 TUF; III. Gli Obblighi civilistici di Rendicontazione per gli amministratori di Società; IV. Confronto con le norme in materia di Comunicazioni al Pubblico, Art. 114 TUF; V. Informazione societaria e *stakeholders*; VI. (Segue) Confronto con la disciplina inglese); Conclusione.

### *Introduzione*

Le scelte degli operatori sul mercato sono razionali e dunque sono necessariamente basate sulle informazioni di cui l'operatore medesimo dispone al momento del raggiungimento dell'accordo. Immaginando un'operazione economica particolarmente semplice, ad esempio un contratto di vendita al minuto, l'acquisizione delle informazioni rilevanti avviene mediante fisica ispezione di ciò che costituisce oggetto del contratto, nel nostro esempio, un qualunque prodotto. Partendo da queste premesse, si comprende il motivo per cui, in via generale, il diritto comune ed, in particolare, il diritto del contatti, presuppongono una parità di conoscenze tra i soggetti contraenti<sup>1</sup>. Questo approccio, che potremmo definire neo-classico, è immanente al codice civile e, contemporaneamente, essenza stessa del principio di autonomia contrattuale. Gli sviluppi successivi in dottrina, tuttavia, hanno confutato questo assioma, evidenziando come il principale elemento costituente il potere contrattuale in capo ad un soggetto, sia esattamente la sussistenza di un'asimmetria informativa tra le parti. Gli operatori, dunque, non si trovano in posizione di parità, ed il soggetto dotato di conoscenze inferiori

---

<sup>1</sup> Zeno Zencovich V., "Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria" in *Il diritto dell'informazione e dell'Informatica*, 929-952, 2005.

razionalmente agirà con lo scopo di colmare la propria lacuna conoscitiva, acquisendo l'informazione da soggetti terzi. Tuttavia, il processo fisiologico di correzione dell'asimmetria, non sempre si attua spontaneamente. È in questo caso, dunque, che il legislatore interviene imponendo degli obblighi informativi volti a colmare il *gap* ed a ripristinare una parità che consenta al contraente di assumere una scelta razionale.

Il ragionamento esposto raggiunge il massimo grado di effettività qualora le attività economiche siano svolte nel contesto dei mercati finanziari. Il valore di un prodotto finanziario, infatti, dipende esclusivamente dalle informazioni disponibili presso il pubblico degli investitori. Oggetto del contratto è un'entità immateriale e futura di natura essenzialmente giuridica, riguardo la quale è radicalmente esclusa ogni possibilità di apprezzamento fisico e diretto<sup>2</sup>. Il mercato finanziario si potrebbe considerare come un agglomerato di ricchezza virtuale, e l'offerta di un prodotto finanziario, dunque, si inquadra come l'offerta di un'informazione di ricchezza futura, al momento inesistente<sup>3</sup>. È questa la ragione per cui l'aspetto dell'informazione diviene così rilevante: la sua assenza comporta l'impossibilità di una scelta razionale e l'inevitabile trasformazione dell'investimento in attività di mera scommessa. In un contesto economico semplice, il mercato fisiologicamente è in grado di rimuovere tali asimmetrie. In ambito finanziario, invece, vi è la particolare circostanza che l'informazione si trovi nel possesso di soggetti diversi rispetto all'investitore e la complessità tecnica delle informazioni rende difficile per il risparmiatore l'effettiva cognizione del rischio. Conseguentemente il prodotto finanziario diviene uno strumento ontologicamente "rischioso" per il piccolo investitore che si trova in una posizione debole e sbilanciata rispetto all'emittente o all'intermediario professionale<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Cataldi G., *"Informazione finanziaria, need for disclosure, efficienza del mercato mobiliare"* in *AmbienteDiritto.it*, Pag. 2.

<sup>3</sup> Bocchini E., *"Introduzione al diritto commerciale nella New Economy"*, p. 110, CEDAM, 2001

<sup>4</sup> Cataldi G., (Nr. 2).



Sono queste le ragioni per cui i mercati finanziari sono soggetti ad una disciplina speciale di settore con la supervisione di un'autorità di vigilanza, la CONSOB, deputata alla verifica della correttezza dei comportamenti degli operatori economici. Tale struttura normativa (disciplina di settore ed autorità di vigilanza) è rinvenibile sostanzialmente in ogni Paese del globo sufficientemente sviluppato dal punto di vista economico. Tuttavia, prima di proseguire nell'analisi degli istituti giuridici e delle norme deputate al corretto funzionamento del mercato sotto il profilo dell'informazione, è necessario soffermarsi sull'origine e sulla *ratio* del sistema.

### *Parte 1. La Ratio di una Disciplina Speciale*

La tutela dell'investitore nel contesto del mercato mobiliare nasce da una triplice esigenza: la tutela dell'interesse individuale dell'investitore in quanto "contraente debole"; la tutela del corretto funzionamento del mercato in generale; la tutela dell'ordine pubblico. Questi elementi di specificità fanno sì che i tradizionali rimedi apprestati dal diritto comune siano insufficienti a rispondere alle problematiche proprie del contesto complesso, ed in continuo mutamento, tipico dei mercati finanziari.

#### *I. L'investitore come "Contraente Debole"*

Ai fini dell'analisi di questo specifico aspetto occorre guardare indietro alla nascita delle norme a tutela del contraente debole ed in particolare alle forme di tutela del Consumatore. Il legislatore, in questo settore, parte del presupposto che, in taluni settori economici, i contraenti appartengano a categorie omogenee differenti. Questo comporta una sostanziale disparità in termini di informazioni e conoscenze tecniche tra le parti e si rende, dunque, necessario l'intervento legislativo per rimuovere questa situazione di squilibrio. La soluzione è imporre degli obblighi di condotta, primariamente informativi, in capo agli operatori

“professionali”. Nasce una disciplina speciale distinta su base soggettiva<sup>5</sup>, che potremmo definire, parallela al diritto comune, applicabile solo qualora il contraente sia un “consumatore” cioè *una persona fisica che agisce per scopi estranei all’attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta*<sup>6</sup>.

In verità, tuttavia, lo squilibrio di potere contrattuale derivante da asimmetria informativa, abilmente rinvenuto dal legislatore in capo al consumatore, non è estraneo ad altri soggetti. Infatti, colui che si appresta ad acquistare un prodotto, aderire ad un servizio, sottoscrivere un prodotto finanziario, qualunque sia la sua qualifica, è fisiologicamente in posizione “debole”. Egli è inevitabilmente è un *outsider* rispetto all’attività svolta dal preponente e, spesso, privo delle conoscenze specifiche di settore che consentano l’effettivo esercizio razionale della scelta nonché, il successivo controllo e monitoraggio della prestazione erogata<sup>7</sup>. Il legislatore comunitario, interpretando questa esigenza di sistema, ha progressivamente esteso la tutela del contraente debole in altri settori del mercato. Nel regolamento *Roma I*<sup>8</sup> sulle leggi applicabili alle obbligazioni contrattuali, troviamo un’estensione della tutela a soggetti estranei alla qualifica di consumatore, in particolare per quanto concerne gli artt. 5 e 7 di predetto regolamento, ove l’ambito di applicazione della norma è definito esclusivamente sulla base dell’oggetto del contratto e non più in base alla qualifica soggettiva dei contraenti. La *ratio* è che per queste tipologie di contratti (nel caso di specie, trasporto ed assicurazione) il cliente è in ogni caso meritevole di tutela perché in posizione di svantaggio. Stessa propensione all’estensione della tutela del contraente debole, a prescindere dalla sua qualifica di consumatore, è rinvenibile in numerosi altri atti

---

<sup>5</sup> Torrente A., Schlesinger P., “*Manuale di Diritto Privato*” p. 666 Ventunesima Edizione (a cura di) Anelli Franco e Granelli Carlo, Giuffrè Editore, 2013.

<sup>6</sup> Decreto Legislativo 23 ottobre 2005, Nr. 206 (Codice del Consumo), Art. 3, Lett. A.

<sup>7</sup> Roppo V., “*Regolazione del Mercato e Interessi di Riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente*” in *Rivista di Diritto Privato*, p. 25, 3/2010.

<sup>8</sup> Regolamento (CE) Nr. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla *legge applicabile alle obbligazioni contrattuali* (Roma I).

legislativi comunitari come la direttiva generale sui servizi<sup>9</sup> e la direttiva sulle assicurazioni vita<sup>10</sup>. La tutela del consumatore, dunque, diviene solo una componente della disciplina in un più ampio contesto di tutela del cliente/utente del servizio<sup>11</sup>. Massima espressione di questo orientamento, tuttavia, si raggiunge con la direttiva sui servizi di pagamento<sup>12</sup>, ove, al par. 20, viene espressamente indicato agli Stati Membri di estendere le tutele ivi previste alle micro imprese, e viene sottolineato come *“in ogni caso alcune disposizioni centrali della presente direttiva dovrebbero essere sempre applicabili a prescindere dallo status dell’utente”*.

Spostandoci in ambito nazionale, il legislatore compie l’ultimo passo verso l’estensione della tutela del consumatore all’investitore con l’introduzione<sup>13</sup> dell’art 32-bis nel TUF<sup>14</sup>. La norma abilita le associazioni dei consumatori ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori nelle forme previste dal Codice del Consumo<sup>15</sup>. La disposizione, di fatto, equipara legislativamente due categorie di soggetti che a livello logico si trovano nella medesima posizione. L’oggettiva condizione di un piccolo investitore, infatti, non è dissimile da quella del consumatore: entrambi sono soggetti non professionali, dunque sprovvisti delle conoscenze specifiche di settore che consentono la corretta valutazione della scelta contrattuale; entrambi non dispongono autonomamente delle informazioni essenziali dello specifico contratto, che sono nell’esclusivo possesso dell’offerente. Non si comprende, dunque, il motivo per cui tali soggetti debbano essere sottoposti ad una disciplina differenziata.

---

<sup>9</sup> Direttiva 2006/123/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2006, relativa ai *servizi nel mercato interno*.

<sup>10</sup> Direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa *all’assicurazione sulla vita*. Abrogata dalla Direttiva 2009/138/CE.

<sup>11</sup> Roppo V., (Nr. 7).

<sup>12</sup> Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai *servizi di pagamento nel mercato interno*. Modificata dalla Direttiva (UE) 2015/2366.

<sup>13</sup> Decreto Legislativo 17 settembre 2007, Nr. 164, Articolo 7.

<sup>14</sup> Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, Nr. 58.

<sup>15</sup> Decreto Legislativo. 6 settembre 2005, Nr. 206, Articoli 139 e 140.

## II. *La tutela del Corretto funzionamento del Mercato in Generale*

Nel mercato finanziario l'asimmetria tra le parti dipende dal funzionamento del mercato medesimo: è fisiologica. Ne consegue che il mercato sia fisiologicamente esposto a distorsioni, poiché la differenza obiettiva di posizione contrattuale dei diversi operatori comporta un flusso informativo non perfetto. Come precedentemente sostenuto, il prodotto finanziario è valutabile esclusivamente sulla base delle informazioni disponibili in quanto si tratta di un'entità immateriale. In altri termini, le informazioni disponibili determinano il prezzo del prodotto finanziario e, viceversa, il valore di quest'ultimo non è altro che la sintesi delle informazioni di cui il mercato dispone<sup>16</sup>. Un mercato finanziario si può pertanto definire *efficiente* quando include un meccanismo atto a raccogliere e selezionare l'informazione in tempo reale, consentendone una rapida valutazione da parte degli operatori e la modifica delle scelte d'acquisto con diretto effetto sul prezzo dei titoli<sup>17</sup>. In particolare, il mercato è in condizione di efficienza informativa se i prezzi correnti sono basati sulla corretta valutazione delle informazioni disponibili. Il prezzo, dunque, diviene espressione delle aspettative che gli operatori hanno in merito al titolo in questione.

Questo stringente rapporto tra informazione, aspettativa e prezzo, esistente nel mercato finanziario, ci porta al secondo punto dell'analisi relativa alla *ratio* della normativa speciale. Gli obblighi informativi imposti dal legislatore non si pongono esclusivamente nell'ottica della tutela dell'interesse individuale del singolo investitore, ma sono a tutela del sistema, del mercato unitamente considerato. Tuttavia, se è vero che solo con la completa informazione, il mercato è efficiente e che tutti gli operatori hanno interesse a che questo funzioni

---

<sup>16</sup> Rordorf R., *“Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari”* in Giur. Comm. 2003, I, Nr. 29, Pag. 773.

<sup>17</sup> Cammarano G, in ASSOGESTIONI, *“Trasparenza dell'informazione societaria per l'efficienza del mercato finanziario”*, Atti della giornata di studio organizzata dall'Assogestioni, 1994 in Quaderni di Documentazione e Ricerca, 1995, Nr. 13, Pag. 7.

correttamente, perché gli emittenti non diffondono le informazioni rilevanti spontaneamente?

La cosiddetta *voluntary-disclosure*, come tutte le scelte di *management*, richiede un'analisi costi-benefici, in quanto la produzione e la divulgazione della notizia comportano necessariamente dei costi. Tali costi non sono di natura esclusivamente diretta o quantificabili in senso meramente monetario. Vi è, infatti, un rischio di perdita di competitività dell'impresa sul mercato primario dei propri prodotti o servizi. È, inoltre, possibile che gli altri operatori non diffondano, a loro volta, le proprie informazioni, garantendo un simmetrico vantaggio per i soggetti coinvolti<sup>18</sup>. In sostanza, gli emittenti si trovano in una posizione di incertezza: non è possibile prevedere con precisione l'effettività e l'onestà delle politiche di *disclosure* degli altri operatori. Fisiologicamente si instaura il classico "dilemma del prigioniero"<sup>19</sup> che porta gli operatori, impossibilitati a comunicare tra loro, ad effettuare scelte certamente non ottimali per il mercato in generale e per loro stessi, pur di non rischiare di informare soggetti che non attuano una politica con pari livello di trasparenza, conferendo loro un vantaggio competitivo<sup>20</sup>. L'informazione, infatti, una volta pubblicata va a vantaggio della generalità degli interessati ed è acquisibile ad un costo inferiore rispetto a quello sostenuto da chi l'ha pubblicata, costituisce, dunque, un'esternalità positiva<sup>21</sup>. Ecco il motivo per cui si rende necessario l'intervento legislativo: se è vero che l'informazione societaria è un bene

---

<sup>18</sup> Cattaneo C., "L'informativa volontaria nelle società quotate: alcune osservazioni" in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 2000 Nr. 7-8 Pag. 33/47.

<sup>19</sup> Il "dilemma del prigioniero" è una teoria sviluppata da Albert Tucker come problema della "teoria dei giochi". Si suppongano due complici di un reato che aspettano di essere interrogati dalla polizia, questi vengono divisi e interrogati separatamente. Ognuno, dunque, ignora se l'altro collaborerà. I soggetti vengono informati che chi confesserà avrà diritto ad una pena inferiore. La scelta ottimale per entrambi sarebbe il silenzio, ma entrambi confesseranno in quanto, ragionando individualmente, se l'altro dovesse confessare, colui che non ha confessato sarebbe punito più gravemente.

<sup>20</sup> Cataldi G. (Nr. 2).

<sup>21</sup> Macey J. R., "Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure and Enron" in Giur. Comm. 2003, I, Nr. 29, Pag. 764 ss.

pubblico<sup>22</sup> in quanto necessaria al corretto funzionamento del mercato, il legislatore non può esimersi del regolare positivamente la materia.

La valenza pubblicistica dell'informazione societaria trova anche una legittimazione costituzionale in due importanti sentenze inerenti i profili penali della materia. La prima<sup>23</sup> riguarda una questione di legittimità costituzionale relativa al supposto contrasto tra l'art. 501 c.p. (aggiotaggio) e l'art. 21 della Costituzione<sup>24</sup>. La Corte, rigettando la questione, statuisce che il precetto di cui all'Art. 21 può ben essere oggetto di limitazioni volte alla necessità di proteggere altri beni costituzionalmente protetti. La tutela penale, in questo caso, vuole proteggere l'interesse pubblico che i prezzi del mercato siano legati alla naturale competizione degli operatori coinvolti senza che vi siano elementi atti a falsare questo naturale equilibrio. Tale interesse, secondo la Corte, non è ascrivibile ai singoli operatori, ma ha natura generale, e come tale rientra nei valori costituzionali della Repubblica anche nel contesto di cui all'Art. 47 della Costituzione. Emerge con forza il principio secondo cui l'informazione rappresenti per il mercato un bene pubblico costituzionalmente protetto nell'interesse del funzionamento di un sistema inadatto, in assenza di intervento, ad autoregolarsi.

La Corte Costituzione torna sull'argomento in una seconda pronuncia<sup>25</sup>, questa volta relativa alla supposta incostituzionalità della norma incriminatrice dell'aggiotaggio bancario<sup>26</sup>. Il giudice a quo sosteneva l'incostituzionalità della norma in contrasto con l'Art. 21 in quanto questa era volta a proteggere esclusivamente il buon nome delle aziende di credito e non si sarebbe potuta giustificare, in questa visione, una limitazione alla libertà d'espressione. La Corte

---

<sup>22</sup> Rordorf R., (Nr. 16).

<sup>23</sup> Corte Costituzionale, Sentenza del 20 maggio 1976, Nr. 123.

<sup>24</sup> Secondo il giudice *a quo*, in particolare, l'interesse al buon andamento dell'economia nazionale non avrebbe avuto protezione costituzionale e, dunque, non sarebbe stato possibile giustificare dei limiti alla libera manifestazione del pensiero.

<sup>25</sup> Corte Costituzionale, Sentenza del 8 marzo 1983, Nr. 73.

<sup>26</sup> Legge 7 marzo 1938, nr. 141, Art. 98.

rigetta la questione, richiamando la precedente sentenza in merito e statuendo che la norma tutela “l’interesse pubblico al normale e regolare esercizio del credito e quindi concerne quell’interesse espressamente indicato e tutelato dall’Art. 47 della Costituzione.” Per la seconda volta la Corte Costituzionale sottolinea come le norme a protezione del mercato, soprattutto quelle di natura penale, non abbiano come destinatari della tutela i singoli operatori, bensì il mercato in generale, inteso come sistema. Questo è un valore costituzionale da tutelare e bilanciare anche con alcuni sommi principi immanenti al nostro ordinamento.

### III. *La Tutela dell’Ordine Pubblico*

Aspetto generalmente sottovalutato è la considerazione che le norme speciali poste a tutela della trasparenza dei mercati ed alla protezione del contraente debole nascondano, in realtà, importanti considerazioni in tema di ordine pubblico generale. Per comprendere questo passaggio logico è necessario soffermarsi, rapidamente, sull’origine storica dello stato liberale e sulla sua evoluzione. Lo stato liberale, infatti, nasce come naturale reazione all’*Ancien Regime* e si fonda su alcuni postulati fondamentali: libera concorrenza e libertà contrattuale. L’assioma è che, in presenza di queste condizioni, il mercato sarebbe in grado di regolarsi autonomamente garantendo, anche, la “felicità sociale”<sup>27</sup>. Constatando, tuttavia, anche a livello empirico, che il mercato non è suscettibile ad autoregolazione, il fallimento di mercato, a livello di sistema, incide strutturalmente sul benessere sociale dei consociati. Ne deriva che l’intervento dello stato a livello economico è strumento principe dell’intervento a livello sociale<sup>28</sup> in quanto, attraverso forme di intervento economico, si influisce in misura determinata sulla società in generale. Assume, così, particolare rilevanza, quella dottrina di origine francese<sup>29</sup> che

---

<sup>27</sup> La connessione tra libertà economica e felicità sociale, esistente in teoria, si mostra inapplicabile nella pratica con l’insorgere di notevoli contrasti sociali e “fisiologici” fallimenti di mercato. La realtà è che non è possibile distinguere a livello giuridico tra un ordine pubblico “sociale” e un ordine pubblico “economico” in quanto aspetti strettamente connessi, reciprocamente.

<sup>28</sup> Farjat G., “*L’ordre publique économique*”, 1963 Pag. 35-36.

<sup>29</sup> Ferri G., “*L’ordine pubblico economico*” in Riv. Dir. Comm, 1964, I, 464 ss.

sottolinea come si vada progressivamente sostituendo al concetto di ordine pubblico, una nozione più specifica, definita di “ordine pubblico economico”. Secondo questa teoria, la funzione delle norme a tutela del contraente debole, dunque, non risponderebbero più ad una logica meramente “interdittiva”<sup>30</sup>, bensì si articolerebbero in una molteplicità di misure distinguibili in interventi di direzione e di protezione<sup>31</sup>. Il nuovo ordine pubblico economico, dunque, introduce una forma di regolamentazione dei mercati volta a prevenire i conflitti derivanti dalle differenze di natura sociale che creano delle distorsioni nel mercato medesimo e che, in un rapporto ciclico, divengono primaria causa di movimenti insurrezionali.

Nasce, conseguentemente, un diritto moderno, che sostituisce all’uguaglianza formale, quella sostanziale; un diritto che opera sulla base della definizione di classi omogenee di soggetti affetti da posizioni giuridiche fisiologicamente differenziate che è compito del legislatore portare nuovamente in posizione di parità. L’ordine pubblico, dunque, è fondante *ratio* delle norme a protezione dei contraenti deboli, soprattutto in ambito finanziario, ove il potere contrattuale delle parti è particolarmente squilibrato, operando quale duplice limite<sup>33</sup>: negativo rispetto all’autonomia contrattuale delle parti; positivo rispetto alla protezione dei contraenti deboli<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> Ferri G., “*Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*”, 1970.

<sup>31</sup> Le prime forme di intervento, di natura prioritariamente economica, sono relative al diritto della concorrenza e, dunque, volte a garantire il corretto funzionamento del mercato; le seconde, più pertinentemente al nostro ambito di trattazione, sono di natura spiccatamente sociale essendo volte a proteggere il contraente debole da pratiche commerciali, sostanzialmente inique. Vedi Ghestin J., “*La Formation du Contrat*” in *Traité de droit civil*, III ed, 1993, Pag. 107 ss.

<sup>33</sup> Cascarano, “*L’Ordine pubblico economico tra progresso economico e sviluppo sociale*”, 2015.

<sup>34</sup> La Teoria dell’Ordine Pubblico Economico non è stata esente da critiche da parte della dottrina italiana, in particolare Ferri in *op. cit.* (Nr. 30) afferma come gli interventi “di direzione” o “di protezione” si intreccino tra loro nella tecnica legislativa italiana, ne deriva che la nozione di diritto pubblico economico racchiude in se una serie di interventi non armonicamente individuabili con la conseguente inutilizzabilità di una formula astratta in quanto troppo generica. Ferri suggerisce di utilizzare l’espressione “*ordinamento pubblicistico dell’economia*” che non vuole costituire un nuovo concetto giuridico, bensì l’individuazione di una tendenza nella politica legislativa odierna. Nell’opinione di chi scrive, tuttavia, tralasciando l’inquadramento giuridico del fenomeno, è



## *Parte 2. La derivazione della Disciplina Speciale dal Diritto Comune*

Abbiamo avuto modo di analizzare, nei precedenti paragrafi, quali siano le ragioni per cui l'informazione societaria necessita di una regolamentazione *ad hoc*. Conseguentemente, si rende necessario portare avanti la trattazione in merito ai legami con il diritto comune che la disciplina speciale incorpora e re-interpreta adattando il quadro normativo alle specifiche esigenze del settore. Inoltre, tale confronto è d'obbligo considerando l'esplicito rinvio al diritto comune operato dalla Direttiva sui prospetti all'art. 6 secondo comma. La norma prevede, infatti, che gli Stati Membri si adoperino affinché *“le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto”*<sup>35</sup>. È di aiuto specificare come questa norma, nonostante sia di origine comunitaria e, dunque, applicabile in tutti gli Stati Membri, comporti una flessibilità ampia in sede di attuazione con il conseguente sviluppo di soluzioni, in concreto, variabili a seconda dello Stato Membro oggetto d'esame. Per tale ragione sarà utile analizzare, ad esempio, l'esperienza di Common Law inglese, il cui diritto nazionale si fonda su principi in larga parte differenti da quelli italiani.

### *I. L'offerta al Pubblico nel Diritto Comune*

L'offerta al pubblico è una proposta di natura contrattuale rivolta ad una pluralità di soggetti indistinti. Questa, quando contiene gli estremi essenziali del contratto, alla cui conclusione è diretta, vale come proposta<sup>36</sup>. L'offerta è revocabile

---

innegabile empiricamente lo stretto legame sussistente tra interventismo in ambito economico e politiche sociali ed è questo il motivo che spinge il legislatore ad interventi eterogenei volti al raggiungimento di obiettivi ampi non limitati al mero settore oggetto di normazione.

<sup>35</sup> Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa *al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*.

<sup>36</sup> Codice Civile, Art. 1336.

e se la revoca è effettuata con le stesse modalità dell'offerta, ha efficacia anche verso chi non ne abbia avuto notizia. Affinché sia possibile qualificare l'offerta come una proposta è, dunque, necessario che questa includa il prezzo del bene e l'identificabilità della controprestazione. Pertanto, chiunque si offra di eseguire la prestazione secondo le modalità indicate in offerta determina la conclusione del contratto. Le condizioni oggetto dell'offerta non possono essere oggetto di trattazione individuale (altrimenti sarebbe un mero invito ad offrire)<sup>37</sup>, dunque ricadono nello schema previsto dagli artt. 1341 e 1342 c.c.

Astrattamente la disciplina dell'offerta al pubblico è già sufficiente a regolare la raccolta di risparmio presso il pubblico degli investitori. Una volta concluso il contratto, in presenza di vizi, vi saranno i classici rimedi di diritto comune: nullità, annullabilità e risoluzione. Riguardo alla incompleta informativa precontrattuale, tuttavia, non è configurabile un'ipotesi di nullità in quanto la previsione di obblighi informativi non comporta un divieto assoluto di stipulare il contratto in violazione di quanto previsto dalla legge; di per sé, il contratto non è viziato per atto del proponente<sup>38</sup> il vizio si colloca anteriormente. Ai fini dell'annullabilità del contratto sarà necessario, invece, provare l'errore essenziale<sup>39</sup> o il dolo<sup>40</sup>. L'errore è essenziale qualora il contraente, non si sarebbe altrimenti determinato ad esprimere il consenso. Quanto al dolo, è necessario l'esercizio di artifici e raggiri determinanti il consenso. Parallelamente all'annullabilità è sempre previsto, come rimedio autonomo, il risarcimento del danno<sup>41</sup>, sicuramente azionabile qualora l'offerente sia venuto meno ai corretti principi di buona fede in sede precontrattuale. In tal senso, come statuito dalla Cassazione a Sezioni Unite<sup>42</sup>, affinché la responsabilità si definisca contrattuale, è sufficiente che l'inesatta prestazione dell'offerente si collochi anche in un momento antecedente la

---

<sup>37</sup> Visentini G., *"L'amministrazione della società per Azioni"*, DIKE, 2016, Pag. 293

<sup>38</sup> Visentini G., (Nr. 37), pag. 295.

<sup>39</sup> Codice Civile, Art. 1428 ss.

<sup>40</sup> Codice Civile, Art. 1439.

<sup>41</sup> Codice Civile, Art. 1440.

<sup>42</sup> Cass. SU, Sentenza del 26 giugno 2007, Nr. 14712.

stipulazione del contratto medesimo. Secondo le norme civilistiche, il soggetto leso dovrà provare: inadempimento, danno e nesso causale; fermo restando la possibilità per l'offerente di provare la propria non imputabilità<sup>43</sup>. L'onere probatorio potrà essere agevolato per l'investitore applicando il principio di vicinanza della prova. Per quanto concerne il danno, questo sarà quantificato in base all'incidenza economica del comportamento illecito, determinabile nella minor redditività dell'operazione o dei maggiori costi subiti.

## *II. Confronto con le norme in materia di Prospetto: l'art. 94 TUF*

L'Art. 94 TUF<sup>44</sup> prevede che i responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondano *“dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni”*. Tale norma consente all'investitore che abbia determinato le proprie scelte sulla base di informazioni false o incomplete contenute nel prospetto di ottenere una tutela di natura risarcitoria. È necessario, a tal fine, che l'investitore abbia sottoscritto un contratto d'investimento sulla base del prospetto che, in questo caso, si comporta come una tradizionale offerta al pubblico. La tutela di cui all'art. 94, tuttavia, risulta *“semplificata”* per l'investitore rispetto al diritto comune, attraverso un articolato sistema di presunzioni<sup>45</sup> che incidono direttamente in un diverso riparto dell'onere probatorio.

Tale agevolazione, deriva esattamente dalla accertata circostanza della diversa posizione contrattuale del preponente e dell'investitore nella logica di protezione del contraente debole, come analizzato precedentemente. Conseguentemente, se viene accertato un vizio nel prospetto e l'investitore riesce a provare il danno, il nesso causale si presume. La presunzione è relativa, e dunque opera come strumento di inversione dell'onere della prova in capo all'emittente, che sarà tenuto a provare l'interruzione del nesso causale o la non imputabilità del

---

<sup>43</sup> Codice Civile, Art. 1218.

<sup>44</sup> Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, Nr. 58.

<sup>45</sup> Visentini G. (Nr. 37), Pag. 298.

danno. In via esemplificativa l'errore, da parte del contraente, è sempre essenziale e sempre riconoscibile.

Questa soluzione normativa appare, alla luce del contesto dei mercati finanziari, perfettamente razionale. Per logica di sistema, infatti, il prospetto costituisce di fatto l'unica fonte di informazione in base alla quale l'investitore assume una decisione. È, dunque, ragionevole presumere che l'investitore abbia fatto affidamento sul prospetto e, probabilmente, si sia determinato esclusivamente sulla base delle informazioni ivi contenute<sup>46</sup>. Inoltre, anche le informazioni pervenute all'investitore da altre fonti, in concreto, sono sempre riconducibili al prospetto, che costituisce il fondamento delle informazioni diffuse dalla stampa specializzata e dagli intermediari finanziari. Ne deriva che l'eventuale pregiudizio è, nella maggioranza dei casi, causalmente ricollegabile al prospetto<sup>47</sup>.

### *III. Gli Obblighi civilistici di Rendicontazione per gli amministratori di Società*

Abbiamo analizzato i legami tra la disciplina generale dell'offerta al pubblico con le specificazioni del TUF in materia di offerta di prodotti finanziari. Si rende, tuttavia, necessario, per ragioni di completezza espositiva, estendere l'analisi al più generale corpo di norme speciali in tema di informazione societaria per le entità quotate presenti nel TUF, individuandone i rapporti e la derivazione dal diritto comune. In particolare, mi riferisco alla diffusione obbligatoria delle informazioni *price sensitive* e delle informazioni privilegiate con il relativo sorgere di obblighi e responsabilità ulteriori per organi amministrativi societari.

---

<sup>46</sup> Cass, Sentenza dell'11 giugno 2010, Nr. 14056. La Corte indica la delimitazione dell'operatività della presunzione, il cui unico limite è costituito dalla presenza di inesattezze limitate e marginali, la cui incidenza, in concreto, non risulti apprezzabile. Al tempo stesso, tuttavia, la Corte, sottolinea nuovamente come, in presenza di informazioni false o inesatte, non possa richiedersi all'investitore di fornire prova negativa di eventuali altri fattori che avrebbero contribuito a determinare le sue scelte. Ne deriva che la presunzione opera in via generale e senza limiti di particolare importanza.

<sup>47</sup> Trib. Milano, Sentenza del 25 luglio 2008, Nr. 1645.

Obblighi informativi sono già presenti ampiamente nella disciplina di diritto comune in particolare in tutti quei casi in cui si configuri una gestione da parte di un soggetto terzo di affari altrui. Mi riferisco, in particolare alle norme civilistiche in tema di mandato<sup>49</sup>; condominio<sup>50</sup>; esecuzione testamentaria<sup>51</sup>; amministrazione<sup>52</sup> e liquidazione<sup>53</sup> di società. Queste norme ci consentono di affermare un'ovvia considerazione: la sussistenza di un principio generale del nostro ordinamento consistente nell'obbligo di rendicontare, in capo a soggetti che svolgano una qualsivoglia attività che comporti la gestione di affari e beni altrui. La *ratio* del principio è evidente. L'attività di rendicontazione è necessaria affinché l'interessato possa operare un controllo nei confronti del gestore e verificare l'esatto adempimento delle obbligazioni da esso assunte.

In ambito societario, in particolare, questo sistema di scissione tra proprietà e gestione è la norma, soprattutto per le società di capitali. Per tale ragione il legislatore del codice civile ha imposto forme di rendicontazione particolarmente avanzate come la predisposizione del bilancio di esercizio, le relazioni degli amministratori e le procedure informative pre-assembleari<sup>54</sup>. Gli amministratori,

---

<sup>49</sup> Codice Civile, Art. 1713.

<sup>50</sup> Codice Civile, Art. 1130-bis.

<sup>51</sup> Codice Civile, Art. 709.

<sup>52</sup> Per società di persone si veda l'Art. 2261 CC, per società di capitali si rimanda alla disciplina del Bilancio di Esercizio, Art. 2214 ss.

<sup>53</sup> Codice Civile, Art. 2311.

<sup>54</sup> Interessante lo sforzo mostrato dalla legislazione comunitaria volto ad aumentare quantità e qualità dell'informazione degli azionisti in vista delle operazioni assembleari. Si veda il par. 6 della Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate che recita: *“Gli azionisti dovrebbero poter votare con cognizione di causa nel corso dell'assemblea, o prima della sua tenuta, indipendentemente dal luogo in cui risiedono. Tutti gli azionisti dovrebbero disporre di tempo sufficiente per esaminare la documentazione che sarà sottoposta all'assemblea e decidere di come far uso dei diritti di voto conferiti dalle loro azioni. A tal fine, l'assemblea dovrebbe essere convocata per tempo e gli azionisti dovrebbero ricevere tutte le informazioni che saranno sottoposte all'assemblea. È opportuno sfruttare le possibilità offerte dalle moderne tecnologie al fine di*

infatti, gestiscono gli affari sociali nell'interesse della società, la cui proprietà è dei soci che sono, in definitiva, i soggetti che sopportano il rischio dell'attività d'impresa, in concreto gestita da altri. La questione primariamente rilevante ai fini della nostra analisi è, tuttavia, a favore di quale soggetto il legislatore abbia predisposto questi adempimenti informativi. Nelle società ad azionariato ristretto o di natura familiare, le informazioni fornite dagli amministratori hanno come destinatari i soci e la *ratio* dell'obbligo è il controllo dell'operato dei gestori da parte dei soci medesimi<sup>55</sup> e l'interesse a che questi assumano decisioni essendo sufficientemente informati. La predisposizione del bilancio di esercizio, tuttavia, ha anche una funzione informativa nei confronti di soggetti terzi come i creditori sociali e, comunque, di tutti coloro che intrattengono rapporti con la società ed hanno interesse a determinarne la sua "affidabilità", nonché per l'applicazione della normativa tributaria<sup>56</sup>. Il bilancio cessa di essere una scrittura contabile meramente interna e segreta, diventando la fonte informativa societaria per eccellenza, soggetta a pubblicazione. Il bilancio, inoltre, ha funzione organizzativa<sup>57</sup> e l'ordinamento connette a tale forma di rendicontazione l'operare di alcuni istituti di tutela dei soci e dei creditori come la costituzione di apposite riserve<sup>58</sup> di utili e di capitale, la riduzione obbligatoria del capitale per perdite<sup>59</sup> e le norme in merito alla distribuibilità degli utili<sup>60</sup>.

Gli obblighi informativi delle società, tuttavia, variano a seconda delle dimensioni e della forma dell'ente in questione. Ciò deriva della diversa funzione

---

*rendere immediatamente accessibili le informazioni. La presente direttiva presuppone che tutte le società quotate abbiano già un sito Internet".*

<sup>55</sup> Enriques L., Hansmann H., Kraakman R., "The basic governance Structure: The interest of Shareholders as a Class" in *The Anatomy of Corporate Law*, II Ed., Oxford, 2009.

<sup>56</sup> Campobasso G. F., "Diritto Commerciale, Volume 2, Diritto delle Società" VIII Ed, UTET, 2014, Pag. 462.

<sup>57</sup> Zappa G, "Le valutazioni di Bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni", 1927.

<sup>58</sup> Si pensi alla Riserva Legale, Codice Civile, Art. 2430.

<sup>59</sup> Codice Civile, Art. 2446.

<sup>60</sup> Codice Civile, Art. 2433.

che l'informazione assume alla luce dei diversi rapporti tra amministratori, soci, creditori e mercato in generale e dalla loro capacità di acquisire informazioni presso altre fonti. Ad esempio, sono previsti dei regimi agevolativi per le piccole e medie imprese risultanti nella redazione del bilancio in forma semplificata e su minori oneri in tema di documentazione delle attività sociali. Nelle società di piccole dimensioni, infatti, è forte il rapporto tra gestori e proprietari, pensiamo alle SRL ove è prevista la facoltà per i soci di accedere direttamente alle scritture contabili e di chiedere informazioni agli amministratori<sup>61</sup>. Al crescere della dimensione dell'impresa, i rapporti diretti tra soci e amministratori, nonché la stessa partecipazione dei soci alle attività sociali si riducono, non solo per ragioni di diritto, ma soprattutto per ragioni di fatto. Vi saranno, infatti, una larga parte di azionisti (di minoranza), disinteressati alla gestione ordinaria della società, il cui unico scopo è di natura speculativa. Tali soggetti, inoltre, incontrano non poche difficoltà poste dalle stesse norme giuridiche ad acquisire autonomamente informazioni non essendovi, ad esempio nella disciplina delle SPA alcun potere di controllo diretto degli azionisti sulla gestione, controllo che è affidato ad appositi organi societari o a soggetti esterni. Nelle SPA con ampio azionariato, dunque, il socio (in particolare se di minoranza) si determina quasi esclusivamente sulla base delle informazioni che gli amministratori hanno l'obbligo di rendere pubbliche.

#### *IV. Confronto con le norme in materia di Comunicazioni al Pubblico, Art. 114 TUF*

Spostandoci nel settore dei mercati finanziari le considerazioni effettuate si estremizzano, come è stato sottolineato in dottrina, gli azionisti di una società quotata non dispongono di un diritto individuale all'informazione, nonostante la loro qualifica. L'assunto è dimostrato dall'impossibilità di questi di rivolgersi all'organo amministrativo per ricevere risposte ulteriori su questioni specifiche<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Codice Civile, Art. 2476, co 2.

<sup>62</sup> Stagno A. ed altri, "Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate" in BBTC, I, 1999.

D'altronde diversamente non potrebbe essere per ragioni di governabilità<sup>63</sup> e parità di trattamento degli azionisti medesimi<sup>64</sup>. I soci risparmiatori di minoranza dipendono, dunque, esclusivamente dalle informazioni fornite dagli amministratori nelle forme legali, e tali informazioni, nel contesto della negoziazione dei titoli, costituiscono l'unico parametro in base al quale il mercato forma i prezzi. L'informazione societaria diviene non solo uno strumento di controllo a favore dei soci, ma assume bensì il ruolo fondamentale di garantire il corretto funzionamento del mercato, nell'interesse generale di una pluralità di soggetti, come precedentemente analizzato. In questo contesto, l'informazione periodica di bilancio, prevista dalle norme civilistiche, non è più sufficiente in quanto la frenetica negoziazione dei titoli nei mercati regolamentati espone gli investitori al duplice rischio non solo che l'informazione sia incompleta e non attuale, con conseguente assunzione di decisioni errate, ma anche che l'informazione non sia equamente diffusa, con la conseguenza che vi possa essere un abuso di natura speculativa da parte di alcuni operatori. Possiamo, dunque, affermare che, se l'informativa di prospetto assurge al ruolo di consentire una corretta determinazione del rischio per l'investitore al momento dell'espressione del suo consenso, l'informazione continua ex Art. 114 TUF è lo strumento di valutazione dinamica di tale rischio ed incide sulla volontà di disinvestire.

Alla luce di queste considerazioni, il legislatore comunitario prima, e quello nazionale poi, hanno sviluppato una disciplina speciale dell'informazione al pubblico in grado di rispondere alle esigenze di celerità dell'informazione e parità di trattamento dei destinatari. La tecnica legislativa consiste nell'individuare un particolare segmento di informazioni, normalmente riservate, definite

---

<sup>63</sup> Se fosse consentito individualmente agli azionisti di una SPA quotata di richiedere informazioni direttamente agli amministratori, questo comporterebbe un'eccessiva ingerenza nella gestione nonché un carico di lavoro non utile ed auspicabile per l'organo amministrativo. L'assenza di tale facoltà, a parere di chi scrive, condivide la *ratio* delle norme che subordinano determinate discipline assembleari al raggiungimento di una "minoranza qualificata" in ottica deflattiva.

<sup>64</sup> Giannelli A., Mosca C., *"Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze della disciplina"*



“privilegiate”, ed imporre che queste siano oggetto di *disclosure*. Dalla definizione di informazione privilegiata possiamo comprendere la *ratio* della norma, infatti tali informazioni sono connotate da un carattere preciso e dall’idoneità, se rese pubbliche, a provocare un sensibile alterazione dei prezzi<sup>65</sup>. Il legislatore, dunque, seleziona un particolare segmento di informazioni caratterizzate dalla profonda utilità per il mercato e gli investitori perché in grado di modificare le scelte volitive degli stessi in merito alla negoziazione dei titoli cui si riferiscono<sup>66</sup>. Ne deriva che le norme di cui agli Artt. 114 e 181 TUF nascono con l’intento di promuovere la corretta formazione dei prezzi ed il funzionamento del mercato. Conseguentemente, dal combinato disposto delle norme in esame possiamo affermare che, qualora l’informazione privilegiata venga ad esistere, questa sia originariamente di dominio pubblico<sup>67</sup> in virtù del suo fondamentale ruolo a livello di sistema e che il legislatore obblighi l’emittente solo al materiale processo di divulgazione allo scopo di equilibrare il patrimonio conoscitivo di *insiders* ed *outsiders*.

In ottica di prevenzione degli abusi, il legislatore si preoccupa non solo della divulgazione delle informazioni, bensì che vi sia parità di trattamento tra i beneficiari delle informazioni medesime. In questo senso gioca un ruolo fondamentale il comma 4 dell’Art. 114 il quale prevede l’immediata pubblicazione delle informazioni privilegiate la cui *disclosure* sia stata ritardata ai sensi del comma 3 qualora l’informazione in questione sia entrata nella disponibilità di un soggetto non obbligato alla riservatezza. L’esigenza di prevenire gli abusi comporta anche un parziale superamento della stessa nozione di informazione privilegiata ad opera della CONSOB per mezzo della propria potestà regolamentare. L’Art. 66 del Regolamento Emittenti, infatti, sancisce l’obbligo di divulgare l’informazione ex Art. 114 TUF anche al “*verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati*” quindi in una fase in cui l’informazione è lontana

---

<sup>65</sup> Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, Nr. 58, Art. 181.

<sup>66</sup> Seminara S., “*Disclose or Abstein? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*” BBTC, 2008, I, 333.

<sup>67</sup> Alvisi C., “*Abusi di Mercato e Tutele Civili*” in Contr. E Impr. 2007, 221 ss.

dall'essere riferita ad elementi certi ed in diretto contrasto con la nozione di "precisione" dell'informazione richiesta dall'Art. 181 TUF<sup>68</sup>. Lo scopo è quello di bilanciare l'esigenza di certezza ed affidabilità dell'informazione con la tutela dell'informazione privilegiata in ottica anti-abusiva<sup>69</sup>. Anche sotto il profilo giurisprudenziale vi è incertezza circa il carattere di precisione di cui l'informazione deve essere connotata ai fini della applicabilità dell'Art. 114 TUF. Vi sono, infatti, due pronunce difformi del Tribunale di Bologna e della Corte d'Appello di Torino. La prima pronuncia<sup>70</sup> sancisce che l'informazione, per essere definita precisa, richiede che sia stata oggetto di una formale deliberazione del CdA. Tale posizione è condivisibile sotto il profilo dell'imputabilità dell'informazione all'emittente, infatti, in assenza di una formale deliberazione, non è possibile qualificare un mero fatto come decisione. L'asserzione è ancor più vera considerando lo status di persona giuridica di un ente e, come tale, soggetto a uno specifico iter normativo per la formazione della propria volontà. La seconda sentenza<sup>71</sup>, al contrario, statuisce come anche la mera esistenza di studi in corso da cui possono dipendere iniziative future, sebbene non si tratti di informazioni privilegiate, sono notizie rilevanti per il mercato ai fini dell'applicazione dell'Art. 114, 5° co. TUF. Gli aspetti interpretativi analizzati, dimostrano, dunque, una progressiva tendenza ad estendere le informazioni soggette a pubblicazione con conseguente erosione dell'area di riservatezza per gli emittenti quotati. La *ratio* deriva esattamente dall'esigenza di prevenzione dell'abuso, propria della negoziazione dei titoli in mercati regolamentati, per cui le esigenze di segretezza devono, necessariamente, essere bilanciate con l'interesse pubblico all'equilibrio di sistema.

---

<sup>68</sup> La norma (al comma 3 lett. a) statuisce che l'informazione è precisa se: "si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà".

<sup>69</sup> Giannelli A., Mosca C., (Nr. 64).

<sup>70</sup> Trib. Bologna, G.I.P., Sentenza 13 giugno 2011, Nr. 1436.

<sup>71</sup> Corte App. Torino, Sentenza 21 febbraio 2013, Nr. 702.

## V. *Informazione societaria e stakeholders.*

Abbiamo avuto modo di analizzare precedentemente che le società di grandi dimensioni assolvono una funzione anche di natura pubblicistico/strategica. Il legislatore, infatti, dispone delle norme speciali esattamente con lo scopo di assicurare tale interesse pubblico. L'informazione societaria, dunque, giova anche ad una molteplicità di soggetti non inquadrabili come investitori, ma più in generale a tutti coloro che intrattengono rapporti con la società e che hanno interesse a conoscere lo "stato di salute" dell'ente con cui si trovano ad operare. A titolo meramente esemplificativo possiamo considerare i creditori sociali, i lavoratori, e la comunità in generale che può essere influenzata dalle esternalità derivanti dall'attività d'impresa della società quotata. Nel nostro paese, almeno fino a pochi anni fa, non era previsto un obbligo informativo, di natura non finanziaria, direttamente indirizzato a tali soggetti<sup>72</sup>. Gli *stakeholders* potevano giovare esclusivamente delle informazioni pubblicate per generalità del pubblico secondo le norme del TUF nonché della tradizionale informativa di bilancio. Tali norme, tuttavia, sono pensate, come abbiamo avuto modo di vedere, prioritariamente per gli investitori in senso proprio. Ne deriva che l'informazione societaria poteva essere considerata incompleta sotto profili strategici diversi, di primario interesse per altre categorie di soggetti. Il legislatore nazionale è venuto incontro a tale esigenza attuando le norme comunitarie<sup>73</sup> riguardanti l'informazione di carattere non finanziario con il D. Lgs. 254/2016<sup>74</sup>. Tuttavia, prima di analizzare le norme nazionali e comunitarie, si ritiene opportuno volgere l'attenzione al diritto comune inglese che si è mostrato essere precursore delle esigenze successivamente accolte a livello europeo.

---

<sup>72</sup> Ad eccezione di alcune informazioni relative ai rischi a cui la società è esposta, gli indicatori di risultato, l'ambiente e il personale da inserirsi nella relazione sulla gestione così come previsto dal D. Lgs. 32/2007 in attuazione della Direttiva 2003/51/CE del 18 giugno 2003.

<sup>73</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda *la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*.

<sup>74</sup> Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, Nr. 254.

## VI. (Segue) Confronto con la disciplina inglese.

L'idea che la società (in generale, non necessariamente quotata) debba servire non solo gli interessi dei propri soci, bensì anche di una più ampia platea di soggetti non è recente nel diritto inglese<sup>75</sup> e viene codificata dal legislatore con la riforma del diritto societario del 2006<sup>76</sup>. Nel capo relativo agli obblighi degli amministratori è inserita la sec. 172 relativa al dovere di promuovere il successo della società contenente una lista di elementi che gli amministratori sono obbligati a tenere in considerazione in esercizio del loro ufficio. La lista è solo esemplificativa, tuttavia ci consente di notare come il legislatore inglese si preoccupi di alcuni importati temi, ad esempio, i rapporti con i lavoratori, con i fornitori, le ricadute ambientali dell'attività d'impresa e la reputazione della società. Senza scendere nel merito della portata di questa rivoluzione<sup>77</sup> che incide direttamente su ciò che gli amministratori siano tenuti a considerare l'interesse stesso della società, il legislatore inglese ha introdotto nel 2013, emendando il *Companies Act*, un ulteriore adempimento informativo riservato esclusivamente alle società di gradi

---

<sup>75</sup> Ad esempio, il riferimento alla valutazione dell'impatto della gestione sugli interessi dei lavoratori era già presente nella precedente riforma del *Companies Act*, vedi *Companies Act 1985*, S. 309.

<sup>76</sup> *Companies Act 2006*, S. 172.

<sup>77</sup> La riforma ha sollevato notevoli problemi di inquadramento sistemico in quanto verrebbe apparentemente superato il classico principio che prevede l'operare degli amministratori per l'interesse dei soci presenti e futuri (*members as a whole*) chiamato *Shareholder Value Approach*, in favore di una maggiore apertura ad interessi eterogenei di soggetti che a vario titolo intrattengono rapporti con la società (*Pluralist Approach*). La dottrina inglese ha, tuttavia, individuato un compromesso tra le teorie citate elaborando il concetto di *Enlightened Shareholder Value Approach*. Secondo questa teoria il legislatore richiederebbe il bilanciamento degli interessi dei soci con quelli della comunità in cui la società opera, rimanendo, comunque, intatto il principio che il fine ultimo degli amministratori è l'interesse dei soci presenti e futuri. Per un maggiore approfondimento della tematica: Cerioni L., "The Success of the Company in S. 172(1) of the UK Companies Act 2006: Towards an "Enlightened Directors" Primacy?" [2008] OLR Vol 4, No. 1 e *Company Law Review*, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework* [2000] DTI London, URN 00/656.

dimensioni: la redazione di uno *Strategic Report*<sup>78</sup> annuale riguardante l'informazione di natura non finanziaria. Lo scopo di questo documento informativo è di informare i soci circa le valutazioni degli amministratori inerentemente al loro dovere di promuovere il successo della società ai sensi della sec.172<sup>79</sup>, dunque considerando anche gli interessi degli *stakeholders*. Nel caso in cui la società sia quotata, il legislatore impone, inoltre, di indicare specificatamente informazioni in tema di lavoro, ambiente e diritti umani. Emerge chiaramente come questo tipo di informazione giovi, non sono agli investitori, ma ad un'ampissima platea di soggetti, incidendo direttamente sulla reputazione dell'ente e consentendo un più ampio monitoraggio, anche da parte delle autorità competenti, degli effetti della gestione d'impresa sulla comunità. Inoltre, tale obbligo copre un'area grigia dell'informazione societaria che per lungo tempo era rimasta estranea alla *disclosure* in quanto, non avendo carattere finanziario, non poteva essere desunta né dal bilancio né da altri documenti e relazioni di carattere economico/contabile.

La Commissione Europea a seguito di approfondita analisi degli obblighi in questione, adottati in particolare da Regno Unito e Francia, individuando una carente armonizzazione nel settore delle informazioni non finanziarie e, parallelamente, una notevole domanda di tali informazioni da parte degli investitori e degli *stakeholders* emette delle comunicazioni<sup>80</sup> in cui espone la necessità di riformare, a livello comunitario, la disciplina di trasparenza delle informazioni societarie. Viene, dunque, avviato il procedimento legislativo che porterà all'emanazione della Direttiva 2014/95/UE che prevede, per le società di grandi dimensioni, l'obbligo di fornire nella relazione annuale di gestione una dichiarazione "*contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei*

---

<sup>78</sup> Companies Act 2006, S. 414A ss.

<sup>79</sup> Companies Act. 2006, S. 414C.

<sup>80</sup> Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, "*L'Atto per il mercato unico, Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia, Insieme per una nuova crescita*", 13 aprile 2011.

*suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività*".<sup>81</sup> In sede di attuazione per mezzo del D. Lgs. 254/2016 il legislatore italiano provvede a specificare alcuni aspetti inerenti al contenuto informativo della dichiarazione. Questa viene idealmente divisa in sezioni riguardanti: i rischi (generati o subiti), il modello organizzativo e gestionale dell'impresa e le politiche adottate per la gestione dell'impatto dell'attività sulla comunità<sup>82</sup>. Le informazioni sono selezionate in base alla loro rilevanza alla luce delle attività e delle caratteristiche dell'impresa.

L'importanza di tali informazioni si apprezza sotto il profilo del miglioramento dell'immagine e della reputazione dell'impresa che consente il rafforzamento delle relazioni con i propri investitori, i dipendenti e le autorità pubbliche. L'utilità di questa forma di *disclosure* per l'impresa è dimostrata anche dalla sua volontaria adozione quando in passato non costituiva obbligo di legge<sup>83</sup>. La migliore valutazione delle strategie imprenditoriali della società e del suo impatto per la comunità, costituiscono, infatti un importante incentivo per gli *stakeholders* ad intrattenere rapporti duraturi con l'ente. Questo si traduce in un incremento di competitività, per l'impresa e di sicurezza dell'investimento, per gli azionisti.

### *Conclusion*

In questa sede abbiamo avuto modo di analizzare come la *ratio* primaria degli obblighi informativi previsti per le società quotate risieda in esigenze molteplici. In primo luogo, è necessario proteggere l'investitore in quanto soggetto fisiologicamente posto in posizione svantaggiata rispetto l'emittente. Da questo punto di vista la *ratio* normativa non differisce dalle considerazioni che è possibile

---

<sup>81</sup> Art. 19-bis introdotto nella direttiva 2013/31/UE.

<sup>82</sup> Art. 3, co 1, D. Lgs. 254/2016.

<sup>83</sup> Documento di Consultazione Consob, "*Disposizioni attuative del decreto legislativo 30 dicembre 2016, Nr. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*" 21 luglio 2017.

effettuare in tema di norme a protezione del consumatore e del contraente debole in generale. In secondo luogo, la specificità del mercato finanziario, impone interventi normativi a tutela del corretto funzionamento del mercato medesimo che, in assenza di corretti flussi informativi, si trova nell'impossibilità di individuare i prezzi dei titoli efficientemente esponendo gli operatori ad abusi e distorsioni del normale operare delle contrattazioni. Questo comporta anche delle considerazioni in tema di ordine pubblico. Il legislatore, infatti, in virtù dello strenuo collegamento tra politiche economiche e sociali, disciplina specifici settori economici, ed in particolare il settore della grande impresa commerciale, per raggiungere dei traguardi di natura sociale e prevenire abusi.

L'analisi è proseguita operando un confronto tra alcune disposizioni analoghe presenti sia a livello di diritto comune, sia nel TUF o in altre norme speciali con lo scopo di individuare la ragione di alcune differenze, anche in comparazione con l'esperienza propria di altri ordinamenti. Anche in questo caso emerge la specificità del settore e l'impossibilità delle norme civilistiche di rispondere alle esigenze proprie dei mercati finanziari. Abbiamo, infatti, potuto rilevare come, ad esempio, l'informazione da prospetto è necessario che sia particolarmente precisa ed esaustiva, non avendo l'informatore accesso ad altre fonti informative e come l'informazione continua, ai sensi dell'Art. 114 TUF sia necessaria alle esigenze di celerità in un mercato in cui frenetiche negoziazioni hanno luogo. Infine, attraverso un confronto con la disciplina inglese, abbiamo indagato sull'origine e l'importanza dell'informazione di carattere non finanziario come strumento a vantaggio non solo degli *stakeholders* e dei relativi interessi, ma dell'impresa stessa, in quanto strumento di rafforzamento della propria reputazione con importanti ricadute sulla competitività.





# CAPITOLO 2

## *Le Norme del TUF sull'Informazione Societaria*

SOMMARIO: Introduzione; **Parte 1:** L'Informazione Privilegiata (I. La non-pubblicità dell'informazione; II. La precisione dell'informazione; III. La *price sensitivity* dell'informazione); **Parte 2:** L'informazione Continua, Art. 114 TUF (I. Ambito soggettivo di applicazione; II. Ambito oggettivo di applicazione, rinvio; III. La possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni; IV. Segue - La *selective disclosure*; V. I poteri della CONSOB ex art. 114 comma 5 TUF; VI. Segue - Differenze e coordinamento con gli obblighi ex art. 114 comma 1.) **Parte 3:** Le comunicazioni alla CONSOB (I. La Disciplina di cui all'art. 115 TUF; II. L'informazione sugli assetti proprietari, art. 120 TUF) Conclusione.

### *Introduzione*

Abbiamo avuto modo di analizzare, nella precedente parte della trattazione, quali siano state le fondamentali ragioni che hanno spinto il legislatore alla predisposizione di una normativa speciale in tema di informazione societaria per gli emittenti quotati. Si rende, dunque, necessario, volgere l'attenzione alle specifiche norme in oggetto ed al loro progressivo formarsi, originariamente in capo agli organismi comunitari, per poi confluire nella nostra disciplina nazionale. Un rapido cenno all'evoluzione storica della normativa sarà rilevante, infatti, attraverso questo breve excursus, sarà agevole notare come l'originario spirito di repressione dell'abuso da *insider trading* (in ottica patologica), che ha animato l'introduzione delle norme d'informazione societaria, si sia successivamente affiancato alla consapevolezza che una corretta informazione sia necessaria anche al fisiologico funzionamento del mercato, come analizzato precedentemente<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Gilotta S., "Commento all'Art. 114 TUF" in "Commentario TUF" a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 1154.

Gli obblighi di informazione continua sono stati introdotti nel nostro ordinamento per la prima volta con la legge 157/1991<sup>2</sup> che attuava una direttiva in materia di repressione dell'*insider trading*<sup>3</sup>. La norma di riferimento, tuttavia, trovava sede a livello di regolamentazione della CONSOB<sup>4</sup>, almeno finché, con l'emanazione del TUF, la disposizione fu recepita dalla normativa primaria, in particolare all'art. 114. Anteriormente all'intervento comunitario, non era presente nel nostro ordinamento alcun obbligo per gli emittenti quotati di porre a disposizione del pubblico le informazioni privilegiate, se non in seguito ad una formale e specifica richiesta in tal senso proveniente dalla CONSOB<sup>5</sup>. Interventi successivi si avranno nel 2005<sup>6</sup> a seguito del recepimento della direttiva in materia di abusi di mercato<sup>7</sup> che introduce una nozione unitaria di informazione privilegiata andando a rimuovere le discrepanze definitorie che in passato avevano generato non poche problematiche interpretative. Viene, inoltre, disposto, che le informazioni privilegiate debbano essere oggetto di comunicazione "senza indugio" da parte dell'emittente quale strumento di lotta all'abuso dell'informazione medesima e nel tentativo di ridurre al minimo l'intervallo temporale tra produzione dell'informazione e successiva divulgazione<sup>8</sup>. Ulteriori interventi di particolare rilevanza sono da ascrivere alla *transparency directive*<sup>9</sup> che, attraverso la legge di

---

<sup>2</sup> Legge 17 maggio 1991, Nr. 157.

<sup>3</sup> Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul *coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading)*.

<sup>4</sup> Consob, Regolamento 5553/1991, Art. 5.

<sup>5</sup> Legge 7 giugno 1974, Nr. 216.

<sup>6</sup> Legge 18 aprile 2005, Nr. 62.

<sup>7</sup> Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa *all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato* (abusi di mercato).

<sup>8</sup> In tal senso Costi R., *"Il Mercato Mobiliare"*, V Ed. Giappichelli Editore, 2008, Pag. 285. Maggiore è la quantità d'informazione che viene resa pubblica, minore è il tempo intercorrente tra la formazione dell'informazione ed il momento in cui questa diviene oggetto di obbligo di pubblicazione. Conseguentemente si riduce l'opportunità di sfruttamento individuale dell'informazione da parte di chi abbia accesso privilegiato.

<sup>9</sup> Direttiva 2004/109/CE del parlamento europeo e del consiglio del 15 dicembre 2004 *sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui*

attuazione<sup>10</sup>, ha portato il legislatore ad emendare il TUF con l'inserimento, tra le altre modifiche, dell'art. 113-ter con rubrica, "*disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate*". La norma funge da *framework* generale di tutte le disposizioni in materia di informazione societaria disciplinando le modalità di diffusione e conservazione dei dati e demandando alla CONSOB l'ulteriore regolamentazione in materia. Tralasciando, in questa sede, la prolissa produzione normativa comunitaria attraverso le direttive di secondo livello, emerge con chiarezza ciò che è l'intento del legislatore comunitario: trasparenza e corretta informazione al mercato costituiscono valori da perseguire a prescindere dall'esigenza di reprimere fenomeni patologici come l'*insider trading*. Il progressivo incremento degli oneri informativi va, dunque, interpretato come strumento di rafforzamento della competitività delle imprese nel territorio comunitario attraverso la maggiore sicurezza che gli investitori hanno potendo giovare delle informazioni disponibili. Ecco come una disciplina nata con scopi specifici di lotta a comportamenti abusivi, oggi assume portata generale e, come tale, deve essere analizzata.

### *Parte 1. L'Informazione Privilegiata*

Il concetto giuridico di informazione privilegiata costituisce il fulcro della normativa relativa all'informazione societaria. La classificazione, infatti, si pone come discriminare tra le informazioni che devono essere portate a conoscenza del pubblico e le notizie meramente interne, che possono rimanere riservate. La definizione legislativa è rinvenibile all'art. 181 TUF ove l'informazione privilegiata viene definita come: "*un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.*"

---

valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

<sup>10</sup> Decreto Legislativo 6 novembre 2007, Nr. 195.

Dalla formulazione della norma è agevole identificare tre essenziali caratteristiche di cui l'informazione privilegiata deve essere dotata: la precisione, la non-pubblicità, l'idoneità a produrre un'influenza sui prezzi (*price sensitivity*). La definizione è particolarmente fedele al testo della *market abuse directive*<sup>11</sup> di cui il TUF costituisce attuazione. Tuttavia, prima di scendere nel merito dell'analisi specifica dei requisiti affinché l'informazione possa considerarsi privilegiata, è necessario sottolineare alcuni aspetti introduttivi. In primo luogo, è opportuno distinguere l'informazione privilegiata dai *rumors*, cioè dalle c.d. "voci di corridoio". In questo caso l'elemento discriminante è l'identificazione e l'attendibilità del soggetto che produce l'informazione che, nel caso dei *rumors*, è sconosciuta. La sussistenza di "voci", benché non certe e non attendibili riguardanti l'emittente, tuttavia, può suscitare incertezze nel mercato con conseguente repentina variazione dei prezzi. Questo è il motivo per cui la CONSOB impone, in tali circostanze, all'emittente di confermare o smentire i *rumors* mediante una comunicazione al pubblico<sup>12</sup>. Tale forma di *disclosure*, tuttavia, è differente rispetto alle forme di divulgazione ex art. 114 TUF in quanto, in questo caso, non si valuta *ex ante* l'idoneità dell'informazione ad influire sui prezzi, ma si constata l'effetto *ex post*. In secondo luogo, nonostante il notevole sforzo definitorio del legislatore comunitario, il concetto di informazione privilegiata è tendenzialmente difficile da definire in pratica. Basti confrontare il dato normativo con il significato comune del termine "*informazione*" definito come "*ogni notizia, ogni elemento conoscitivo comunicato o acquisito*", per comprendere come l'informazione privilegiata, stante il suo carattere riservato, sia qualcosa di ontologicamente diverso. Sarà dunque, necessario soffermarsi sui singoli requisiti che l'art. 181 TUF richiede affinché l'informazione privilegiata sia tale.

---

<sup>11</sup> Direttiva 2003/6/CE (Nr. 7), Par. 16.

<sup>12</sup> Consob, Comunicazione DME/6027054, "*Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti*", 2006, Par. 28 ss.

## I. *La non-pubblicità dell'informazione*

Considerando il primo requisito della non-pubblicità dell'informazione privilegiata, è particolarmente utile, in primo luogo, confrontarsi con la disciplina di cui all'art. 114 TUF. Un'informazione, infatti, che sia stata pubblicata nelle forme di cui al predetto articolo non potrà essere considerata privilegiata in quanto pubblica. La pubblicità dell'informazione, tuttavia, può prescindere dall'applicazione dell'art. 114 TUF<sup>13</sup>, infatti la divulgazione della notizia può ben avvenire ad opera di soggetti che, legittimamente a conoscenza dell'informazione, volontariamente o meno, la diffondano. L'informazione, inoltre, può raggiungere il pubblico per mezzo delle procedure che disciplinano le comunicazioni alla CONSOB<sup>14</sup>. La notizia, poi, potrebbe comunque diffondersi per una molteplicità di canali non individuabili a priori, abbiamo, ad esempio, analizzato i *rumors* inerenti l'attività dell'emittente. In questi casi il legislatore risolve l'eventuale asimmetria formatasi disponendo che l'informazione venga comunque pubblicata nelle forme previste dall'Art. 114 TUF in modo tale da ricostruire la parità di trattamento tra gli investitori.

La questione è stata oggetto anche di una pronuncia della Cassazione penale nel 2008<sup>15</sup>. La Corte si è soffermata sul carattere privilegiato dell'informazione sulla base della sua non accessibilità al pubblico nonostante questa fosse nota allo staff dell'intermediario finanziario nell'esercizio delle sue funzioni. L'interpretazione è corretta considerando la circostanza che, in virtù degli obblighi di riservatezza a carico dell'intermediario, l'informazione non possa raggiungere il pubblico degli investitori, non potendo, dunque, contribuire alla formazione delle loro scelte. Ciò, tuttavia, non significa che la disponibilità dell'informazione in capo a soggetti tenuti alla riservatezza sia sempre una garanzia a tutela della non-pubblicità della notizia che potrebbe, in verità, ben facilmente essere oggetto di

---

<sup>13</sup> Annunziata F., *“La Disciplina del Mercato Mobiliare”*, VII Ed., Giappichelli Editore, 2014, Pag. 426.

<sup>14</sup> Mi riferisco in particolare alle disposizioni di cui agli artt. 115 e 120 TUF.

<sup>15</sup> Cassazione (Pen), Sentenza del 7 novembre 2008, Nr. 48005.

divulgazione e utilizzazione in spregio alle misure di riserbo previste. Per tale ragione il legislatore, in ottica preventiva, ha disposto all'art. 115-bis la predisposizione di appositi registri contenenti i nominativi dei soggetti che in ragione della loro attività lavorativa e professionale hanno accesso alle informazioni privilegiate. Infine, è opportuno un riferimento alle informazioni che potremmo definire derivate, infatti non può considerarsi informazione privilegiata la notizia frutto di ricerca e valutazione, derivante (o desumibile) da informazioni e dati già di dominio pubblico<sup>16</sup>.

## *II. La precisione dell'informazione*

Altro requisito fondamentale affinché si possa qualificare l'informazione come privilegiata è la sua precisione. Nella normativa previgente le modalità di determinazione del livello di precisione dell'informazione erano di competenza dell'interprete, oggi, invece, a seguito dell'emanazione della direttiva 2003/124/CE<sup>17</sup> il legislatore comunitario ha stabilito quando sussista la precisione. L'art. 181 comma 3 del TUF ricalca fedelmente il testo della direttiva e dispone che l'informazione ha carattere preciso se: *“a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari”*.

Operando un confronto con la versione precedente del TUF risulta chiaro come la nozione di precisione, oggi, tenda a ricomprendere un più ampio alveo di notizie, infatti non è più necessario che l'informazione si sia formalizzata attraverso

---

<sup>16</sup> Direttiva 2003/6/CE (Nr. 7), Par. 31.

<sup>17</sup> Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda *la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato*.

le procedure previste, caso per caso, per l'assunzione delle decisioni in ambiente societario. La norma si riferisce ad un "complesso di circostanze", nozione che, dunque, esclude il requisito della formalizzazione. Al contempo si esclude che sia necessaria una qualsivoglia forma di verifica del fatto in sé, poiché la norma sposta l'attenzione sulla ragionevole previsione di fatti che verranno ad esistenza in futuro.

Il legislatore comunitario nel regolamento sugli abusi di mercato, è ancora più preciso contemplando l'ipotesi di processi lunghi ed articolati preposti ad un determinato obiettivo. In questo caso si dispone che anche una singola tappa del processo possa essere considerata informazione precisa purché sia connessa alla concretizzazione del risultato previsto<sup>18</sup>. Ne deriva che la valutazione dell'interprete inevitabilmente si sposti da una mera verifica dei fatti alla base della notizia, ad un giudizio probabilistico sull'idoneità delle circostanze a produrre determinati fatti che, se dovessero venire ad esistenza, comporterebbero l'insorgere dell'informazione privilegiata. In altre parole, la definizione di informazione privilegiata, oggi, si presenta più aderente alla realtà, nella considerazione empirica che l'informazione si formi in modo dinamico in capo all'emittente attraverso un articolato susseguirsi di decisioni e fatti. Ne deriva che, lungi dal verificarsi l'evento o del fatto oggetto della notizia, nel momento in cui il processo dinamico di formazione dell'informazione è sufficientemente maturo da potersi ragionevolmente prevedere l'esito dell'operazione, l'informazione privilegiata venga ad esistere<sup>19</sup>. Attraverso questo approccio, si anticipa l'emersione dell'informazione privilegiata con l'immediato operare di tutti gli obblighi previsti in tema di pubblicazione e limitando l'intervallo temporale in cui può collocarsi un eventuale abuso.

---

<sup>18</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, Art. 7, Co 2.

<sup>19</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 431.

Il rischio di una nozione così ampia è che, tuttavia, la disposizione non funga da filtro efficace delle informazioni rilevanti per il pubblico generando, paradossalmente, maggiore incertezza presso gli investitori<sup>20</sup>. Per prevenire questo effetto, tuttavia, soccorre la seconda parte del comma 3 che richiede la specificità dell'informazione, nel senso che questa sia idonea alla valutazione degli effetti che derivano dai fatti oggetto dell'informazione stessa; effetti che devono possibilmente influire sui prezzi nel mercato degli strumenti finanziari.

### III. *La price sensitivity dell'informazione*

Il terzo requisito che l'art. 181 TUF richiede per l'informazione privilegiata è la sua *price sensitivity*. In altre parole, l'idoneità ad influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari. Tale valutazione, da effettuarsi *ex ante*<sup>21</sup>, comporta non poche difficoltà applicative in quanto è assolutamente irrilevante il verificarsi o meno dell'influenza sui prezzi in concreto, bensì la ragionevole prospettiva che ciò avvenga. È, dunque, il legislatore stesso a chiarire le modalità di determinazione del requisito della *price sensitivity* al comma 4 dell'art. 181 TUF disponendo il c.d. "test dell'investitore ragionevole". La norma dispone che l'informazione può avere influenza sensibile sui prezzi se "*presumibilmente un investitore ragionevole la utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*". La disposizione indica come il test si basi sulla significatività<sup>22</sup> dell'informazione rimanendo escluso ogni parametro di natura quantitativa. In sostanza è irrilevante quanto l'informazione muti l'andamento dei prezzi, bensì se l'informazione influisca o meno sul momento volitivo, dunque, sulla volontà di investire o disinvestire. L'indagine relativa all'influenza

---

<sup>20</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 427.

<sup>21</sup> Vedi Corte di Giustizia UE, C-45/08, Par. 69 "[...] questa idoneità ad incidere sensibilmente sui prezzi deve valutarsi, a priori, alla luce del contenuto dell'informazione di cui trattasi e del contesto nel quale essa s'inserisce. Per determinare se un'informazione sia privilegiata, non è quindi necessario esaminare se la sua divulgazione abbia effettivamente influito in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce."

<sup>22</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 428.



dell'informazione, dunque, si sposta ad un momento antecedente rispetto a quello della verifica dell'effetto, in quanto l'influenza sul prezzo sarà il naturale risultato del mutamento della domanda di quel particolare strumento finanziario in seguito al realizzarsi delle mutate scelte degli investitori.

Nonostante le specificazioni di cui al comma 4, l'interpretazione della norma presenta alcuni profili di criticità ed incertezza in particolare per quanto concerne la nozione di investitore razionale. Ci si chiede in dottrina, infatti, quale livello di professionalità dovrebbe avere l'investitore razionale considerato come parametro della disposizione. Il testo della direttiva, invero, non offre una risposta a tale interrogativo. La questione è di importante rilevanza considerando che, ad esempio, un investitore professionale assume le proprie decisioni di investimento potendo contare su una notevole abilità nel selezionare e valutare le informazioni disponibili a differenza di ciò che potrebbe fare un comune risparmiatore. Per esigenze di coerenza di sistema, tuttavia, dovrebbe preferirsi un approccio intermedio che veda l'investitore razionale come un soggetto comunque capace di elaborare razionalmente e correttamente le informazioni disponibili nell'orientare le proprie scelte<sup>23</sup>.

Quanto al contenuto dell'informazione, ai fini del soddisfacimento del requisito della *price sensitivity*, sembra, dunque, che siano escluse le notizie relative alla gestione ordinaria dell'emittente dovendosi, invece, includere tutte quelle circostanze che comportano un mutamento della gestione economico/finanziaria dell'impresa. L'area di rilevanza è comunque ampia se consideriamo che possono rientrare nella definizione anche informazioni circa eventi il cui verificarsi non dipende da atti di impulso manageriale. Possiamo immaginare, ad esempio, eventuali azioni legali avviate contro l'emittente, sanzioni emanate da enti pubblici

---

<sup>23</sup> Vedi Sepe, "Nuovi profili della disciplina sugli abusi di mercato", Seminari della Cassa Nazionale Forense, 2004. La disciplina comunitaria in tema di abusi di mercato si sviluppa nell'ottica della costituzione di un modello di mercato efficiente. Ne deriva che tale impostazione presupponga operatori che siano preparati nella valutazione delle informazioni rilevanti per l'investimento.

o eventi che portino al materiale danneggiamento degli impianti produttivi<sup>24</sup>. Tutti questi fatti, avendo notevole influenza sulla fiducia che gli investitori ripongono sull'impresa, sono suscettibili di determinare importanti variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari e, come tali, rientrano a pieno nella definizione di informazione privilegiata.

## *Parte 2. L'Informazione Continua, Art. 114 TUF*

Come accennato precedentemente, l'Art. 114 del TUF costituisce il punto centrale della presente trattazione, trattandosi della norma, forse, più significativa in ambito di informazione societaria. La norma, infatti, dispone al comma 1 la comunicazione "senza indugio" delle informazioni privilegiate così come definite all'art. 181 TUF facendo sorgere, dunque, in capo all'emittente l'obbligo di *disclosure*. La disposizione, tuttavia, presenta delle criticità implicite che derivano dalla sua stessa formulazione. Infatti, se da un certo punto di vista, come analizzato precedentemente, vi è l'interesse a che l'informazione sia il più presto possibile a disposizione del pubblico, vi è la circostanza che, affinché ciò avvenga, sia necessario che la notizia abbia raggiunto gli organi di vertice della società. Questo può determinare una notevole dilazione della pubblicazione rispetto al momento in cui l'informazione privilegiata è venuta ad esistenza<sup>25</sup>. La norma non potrebbe, d'altronde, disporre diversamente, considerando che solo gli amministratori sono coloro che hanno la compiuta percezione degli affari sociali e gli unici che hanno l'effettiva possibilità di valutare le informazioni. Tuttavia, soprattutto nelle entità societarie di notevoli dimensioni, è frequente che l'informazione si formi ad un livello gerarchico inferiore, pensiamo ad un risultato di una ricerca o di uno studio determinante per l'attività tipica dell'ente. Queste attività sono svolte notoriamente da strutture inferiori e team specifici, nei cui confronti, il controllo degli amministratori avviene in forma indiretta. È in questo contesto che l'informazione potrebbe essere agevolmente occultata o sfruttata. Ecco dunque, che, si dimostra come un'efficiente sistema di informazione continua debba essere necessariamente

---

<sup>24</sup> Gilotta S. (Nr. 1), Pag. 1158.

<sup>25</sup> Gilotta S., (Nr. 1), Pag. 1158.

affiancato da una policy interna all'ente che disponga un articolato coordinamento tra le strutture societarie per la raccolta e la valutazione interna delle informazioni da portare all'attenzione dell'organo amministrativo. Un sistema che potremmo definire di "*corporate information*"<sup>26</sup>. Il prosieguo dell'analisi normativa, dovrà, dunque, necessariamente confrontarsi con tale circostanza.

### *I. Ambito Soggettivo di Applicazione*

L'art. 114 TUF, al comma 1, identifica come soggetti destinatari della norma gli emittenti quotati<sup>27</sup> e i soggetti che li controllano. Ad ogni modo, la stessa disposizione al comma 12, anticipa la soggezione all'obbligo di *disclosure* anche per i "*soggetti italiani ed esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani*". La *ratio* dell'estensione è palese: ai fini della completa informativa di mercato anche coloro che stanno per quotarsi devono, a maggior ragione, diffondere informazioni complete circa i titoli che saranno immessi nel mercato. È irrilevante se, poi, la domanda di ammissione alla quotazione dovesse essere rigettata, l'obbligo permarrà per il periodo intercorrente tra la domanda e l'eventuale rigetto.

L'art. 114 TUF è una norma che non si applica esclusivamente alle società quotate. L'art. 116 TUF, infatti, opera un'estensione della sua operatività anche con riguardo agli emittenti non quotati che abbiano emesso strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in maniera rilevante<sup>28</sup>. La ragione alla base di questa scelta legislativa

---

<sup>26</sup> Visentini B., "*L'informazione societaria e gli azionisti*", in AA.VV., *L'informazione societaria*. Atti del Convegno internazionale degli studi, Venezia, Giuffrè, 1982, Pag. 93 ss.

<sup>27</sup> La definizione di emittente quotato rilevante ai nostri fini è quella di cui all'art. 1, comma 1, lettera W del TUF: "*i soggetti, italiani o esteri, inclusi i trust, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano [...]*".

<sup>28</sup> La definizione di emittenti non quotati con strumenti finanziari diffusi si rinviene, in virtù del rimando operato dall'art. 116 TUF, nel regolamento emittenti all'art. 2-bis. In caso di soggetti che emettono azioni, questi devono avere almeno 500 azionisti che detengano complessivamente il 5% del capitale e l'emittente non rientri tra quelli che possono redigere il bilancio in forma abbreviata.

si fonda sulla circostanza che non vi è sostanziale differenza, ai fini della tutela dell'investitore tra una società quotata e una società che, sebbene non sia quotata, diffonda i propri strumenti finanziari in misura rilevante. Nell'opinione di chi scrive, in verità, la domanda di informazioni in questo settore potrebbe essere anche superiore rispetto che in relazione agli emittenti quotati. Infatti, con riguardo alle società quotate vediamo, oggi, l'operare di sistemi automatizzati quali gli HFT<sup>29</sup>, il cui funzionamento avremo modo di approfondire in seguito, che effettuano transazioni, generalmente prescindendo delle informazioni diffuse ex art. 114 TUF. Al contrario con riguardo agli emittenti strumenti finanziari diffusi, avvenendo le transazioni in forma tradizionale, l'informazione societaria mantiene una notevole rilevanza. Con l'art. 116, dunque, il TUF finisce con l'equiparare gli emittenti quotati a quelli con strumenti finanziari diffusi, sottolineando come l'elemento discriminante, circa le necessità o meno di informare il pubblico, risieda non più nella qualifica o meno di emittente quotato, bensì nell'attitudine di uno strumento finanziario di circolare e di raggiungere un numero sufficientemente vasto di investitori<sup>30</sup>.

---

Nel caso di emissioni di obbligazioni devono esservi almeno 500 obbligazionisti e un patrimonio netto di almeno 5 milioni di euro. Nel caso di emissione di azioni vi sono anche dei requisiti di natura qualitativa ed in particolare: che le azioni siano state oggetto di sollecitazione al pubblico, di un collocamento, che siano state negoziate su sistemi di scambio organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo o che siano state emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi dipendenze.

<sup>29</sup> Si tratta dell'*High Frequency Trading*, una modalità di negoziazione dei titoli basata su algoritmi informatici che autonomamente e ad altissima velocità negozia titoli sfruttando anche le minime variazioni di prezzo per conseguire alti profitti. L'intervento umano è quasi escluso e generalmente gli algoritmi non tengono in considerazione le informazioni diffuse, bensì parametri di natura matematica e statistica. Per un maggiore approfondimento vedi: Strampelli G., "*L'informazione Societaria a Quindici Anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*", *Rivista delle Società*, fasc. 5, 2014, pag. 991.

<sup>30</sup> Gianni. F., "*Informazione Societaria: Modifiche al Regolamento Emittenti*", relazione al convegno Synergia Formazione, "*Le informazioni Price Sensitive*", Milano, 2009, Pag. 9.

Come accennato precedentemente, gli obblighi informativi ex art. 114 TUF gravano anche sui soggetti che controllano<sup>31</sup> un emittente quotato. Ne deriva che gli obblighi di *disclosure* interessano tutti i gruppi al cui interno vi sia almeno un emittente quotato e qualora qualunque operazione effettuata dal gruppo sia in grado di determinare un effetto sui prezzi della società quotata<sup>32</sup>. L'art. 114, comma 2, poi contiene una norma di natura organizzativa dei rapporti tra le società del gruppo. Infatti, affinché la diffusione delle informazioni *price sensitive* possa avvenire efficientemente è necessario, in primo luogo, che le società del gruppo scambino informazioni tra loro. La norma, dunque, dispone che l'emittente debba impartire le disposizioni necessarie affinché le società controllate forniscano tempestivamente tutte le informazioni necessarie per adempiere agli obblighi informativi previsti dalla legge. La norma solleva, dei dubbi interpretativi, in quanto sembra che assuma come riferimento esclusivamente la situazione in cui sia la *holding* ad essere l'emittente quotato e non il caso in cui ad essere quotata sia una controllata. Alla luce di un approccio di sistema, interpretando estensivamente, si ritiene, tuttavia, che il potere di richiedere le informazioni *price sensitive* spetti anche alla società non quotata che detenga partecipazioni di controllo in una società quotata, altrimenti non sarebbe in nessun modo possibile per l'*holding* adempiere agli obblighi imposti dall'art. 114 TUF.

La disposizione solleva, inoltre, un ulteriore problema interpretativo circa la duplicazione degli obblighi informativi in capo all'emittente quotato ed il soggetto controllante. La questione si risolve individuando un soggetto tenuto primariamente alla diffusione dell'informazione e un soggetto che provvede,

---

<sup>31</sup> La nozione di controllo ai fini della presente disposizione si mostra più ampia di quella civilistica. L'art. 93 TUF, infatti, prevede che sia considerato soggetto controllante la società che: rientri nella nozione di cui all'art. 2359 comma 1 e 2 Cod. Civ. (maggioranza dei voti in assemblea ordinaria o voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria) oppure che abbia un'influenza dominante in virtù di contratto o clausola statutaria o, ancora, qualora un socio, anche in virtù di sindacati di voto dispone da solo di voti sufficienti ad avere influenza dominante sull'assemblea ordinaria.

<sup>32</sup> Secondo questo approccio sarebbero, dunque, rilevanti anche le operazioni effettuate da società sorelle rispetto all'emittente quotata che possano in qualche modo influenzare l'andamento dei titoli.

eventualmente, in via sussidiaria. Di norma, infatti, dalla stessa formulazione dell'art. 114 comma 1 che prevede la comunicazione senza indugio, deriva che debba provvedere in via primaria l'ente che per primo abbia contezza dell'informazione privilegiata, subentrando la controllante solo in caso di inerzia. Non è da ignorare, poi, lo stesso comma 2 dell'art. 114 TUF che, nel momento in cui impone un'organizzazione di gruppo delle informazioni, consente il coordinamento delle società in merito alla pubblicazione delle stesse<sup>33</sup>. Ad ogni modo, nel momento in cui uno dei soggetti obbligati provveda correttamente alla pubblicazione, l'informazione diventerebbe di pubblico dominio facendo venire meno il carattere privilegiato dell'informazione medesima e, dunque, sollevando gli altri soggetti dall'obbligo di *disclosure*.

## *II. Ambito Oggettivo di Applicazione (rinvio)*

L'art. 114 TUF obbliga gli emittenti alla pubblicazione delle informazioni privilegiate. Abbiamo già avuto modo di discutere riguardo ai requisiti legali per la determinazione e l'individuazione delle informazioni privilegiate a cui rinviando, tuttavia, in questa sede, può essere utile esporre qualche esempio pratico di informazioni che apparentemente non rientrerebbero nell'ambito di applicazione della norma e che, invece, generalmente, si ritiene debbano essere oggetto di *disclosure*.

Come è ovvio sarà certamente oggetto di diffusione la c.d. *corporate information* in quanto si tratta di informazioni direttamente generate in capo all'emittente riguardanti lo stato economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa. Si tratta di informazioni comunque destinate a confluire entro altri documenti obbligatori quali il bilancio e le relazioni periodiche, dunque l'art. 114 TUF opererà quale sistema di anticipazione della diffusione dei dati aziendali quando, per ragioni connesse alla notevole influenza sui prezzi, sarebbe pregiudizievole per il mercato una dilazione. Rientrano nella nozione di *corporate*

---

<sup>33</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 422.

*information* anche le modifiche che interessano il *management* ed eventuali accordi e *partnership* che l'emittente instaura con altri soggetti che assumono carattere strategico per le attività di impresa.

Considerando l'ampiezza della nozione di informazione privilegiata, sarà oggetto di *disclosure* anche la c.d. *market information*, almeno finché i relativi dati non siano di dominio pubblico. In questo caso, si tratta di informazioni che non sono prodotte in capo all'emittente, ma di cui l'emittente è a conoscenza nell'esercizio della sua attività. Le notizie riguardano, in particolare, il mercato primario ove l'impresa svolge la sua attività tipica. Variazioni nelle quote di mercato o nelle abitudini dei consumatori, infatti, possono ben influenzare l'andamento degli affari societari con effetto riflesso sui prezzi dei titoli in circolazione. Senza voler scendere nel dettaglio delle numerose categorie di informazioni che potrebbero rientrare nell'ambito di applicazione oggettivo dell'art. 114 TUF, è di interesse un documento d'indirizzo<sup>34</sup> prodotto dal forum sull'informazione societaria ed adottato anche da Borsa Italiana che individua, in una lista non esaustiva, le informazioni che potrebbero essere considerate privilegiate. Si tratta di ipotesi eterogenee che rendono difficoltoso un inquadramento sistematico e suggeriscono l'evidente circostanza che la valutazione

---

<sup>34</sup> Forum sull'Informativa Societaria, "Guida per l'informazione al Mercato", 2002, Principi 1 e 2. In particolare, sarebbero informazioni privilegiate: 1. ingresso in, o ritiro da, un settore di business; 2. dimissioni/nomina di consiglieri d'amministrazione/sindaci 3. acquisto/alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d'azienda; 4. rinuncia all'incarico da parte della società di revisione; 5. operazioni sul capitale o emissione di warrant; 6. emissione di obbligazioni e altri titoli di debito; 7. modifiche dei diritti degli strumenti finanziari quotati; 8. perdite tali da intaccare rilevantemente il patrimonio netto; 9. operazioni di fusione o scissione; 10. conclusione/modifica/cessazione di contratti o accordi; 11. conclusione di processi relativi a beni immateriali quali invenzioni, brevetti o licenze; 12. controversie legali; 13. cambiamenti nel personale strategico della società; 14. operazioni sulle azioni proprie; 15. presentazione di istanze o emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali; 16. richiesta di ammissione a procedure concorsuali; 17. operazioni con parti correlate.

della *price sensitivity* debba sempre avvenire caso per caso, dovendosi, comunque, privilegiare, in caso di dubbio la scelta di procedere alla pubblicazione<sup>35</sup>.

### *III. La possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni*

Un tema tradizionalmente oggetto di discussione è il bilanciamento tra il contrastante interesse dell'emittente alla riservatezza con il naturale interesse del mercato alla diffusione delle notizie *price sensitive*. Nel sistema previgente il conflitto veniva risolto tendenzialmente (e quasi esclusivamente) a favore del mercato. Infatti, la possibilità unilaterale dell'emittente di ritardare la *disclosure* non era contemplata, vi era solo la possibilità di proporre alla CONSOB un reclamo motivato<sup>36</sup> qualora dalla pubblicazione derivasse un grave danno. La decisione era della CONSOB che doveva verificare se dalla pubblicazione della notizia potesse derivare un errore per il pubblico su fatti e circostanze essenziali. In seguito al recepimento della direttiva in materia di abusi di mercato<sup>37</sup>, la disciplina attualmente in vigore, contenuta all'art. 114 comma 3 TUF, si mostra più articolata. L'emittente, infatti, può ritardare la diffusione delle informazioni quando dalla pubblicazione possa derivarne un pregiudizio ai propri interessi legittimi<sup>38</sup>, tuttavia al sussistere di due condizioni: che l'emittente sia in grado di garantire la riservatezza delle informazioni e che l'omessa pubblicazione non sia tale da fuorviare il pubblico. Dunque, è sempre l'interesse del mercato, in ogni caso, a prevalere.

Ad un'attenta analisi empirica, tuttavia, emerge come la norma non sia posta esclusivamente a garanzia dell'emittente, bensì del mercato in generale. Infatti, la

---

<sup>35</sup> Consob, Delibera Nr. 6027054 (Nr. 12), Par. 6.

<sup>36</sup> La possibilità di reclamo è disciplinata è, tuttora, in vigore con riferimento agli obblighi ex art. 114 comma 5 TUF al comma 6.

<sup>37</sup> Direttiva 2003/6/CE, (Nr. 7), art. 6.

<sup>38</sup> Troviamo un'elencazione, seppur esemplificativa, di interessi legittimi all'art. 3 della Direttiva 2003/124/CE (Nr. 17). Sono considerati interessi legittimi l'esistenza di trattative in corso, non ancor definite o la sussistenza di decisioni interne alla società che necessitano di approvazione di altro organo societario per acquisire effettività.



diffusione di una notizia non ancora propriamente matura, come abbiamo constatato parlando di informazioni privilegiate a formazione progressiva, oltre a danneggiare l'emittente, potrebbe comportare incertezze anche presso il pubblico degli investitori<sup>39</sup>. In particolare, con riguardo a notizie circa trattative in corso, studi e ricerche non definite, l'immediata pubblicazione potrebbe portare al fallimento dell'operazione stessa con pregiudizio riflesso degli azionisti. Alla luce di questo approccio sembra, dunque, che la stessa ratio alla base dell'art. 114 subisca una modifica: la norma, infatti, vorrebbe oggi tutelare una forma corretta e completa di informazione non più su base quantitativa, bensì qualitativa<sup>40</sup>. Il pregiudizio agli interessi legittimi, può, inoltre, essere dovuto ad elementi estranei all'andamento degli strumenti finanziari in circolazione, bensì essere connesso a ragioni di protezione della forza competitiva nel *product market* dell'emittente. La notizia oggetto dell'obbligo di pubblicazione, infatti, potrebbe ben riguardare elementi che potrebbero essere oggetto di sfruttamento dalle imprese concorrenti con conseguenza perdita di quote di mercato<sup>41</sup>. In questo caso, l'interesse dell'emittente e dell'investitore al ritardo dell'informazione presumibilmente coinciderà, in quanto la divulgazione della notizia sarebbe motivo di impoverimento dell'impresa con immediato riflesso sull'andamento dei titoli.

Al tempo stesso, comunque, deve essere sempre garantita la parità di trattamento degli investitori, per tale ragione la norma dispone che l'emittente deve essere in grado di garantire la riservatezza dell'informazione con l'immediata sanzione della pubblicazione, nel caso in cui la notizia giunga in conoscenza a soggetti non obbligati alla riservatezza. La citata disposizione affronta un momento patologico: se non è possibile, in concreto, compartimentare l'informazione, allora, in ottica di prevenzione dell'abuso, è necessario ripristinare la parità di trattamento portando il pubblico a conoscenza della notizia.

---

<sup>39</sup> Gianni F., (Nr. 30), Pag. 18.

<sup>40</sup> Gilotta S., (Nr. 1), Pag. 1161.

<sup>41</sup> Hopt H. J., "Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives" Rivista delle Società, 2006, 906 ss.

Un altro aspetto di importante analisi è l'individuazione del momento a partire dal quale un'informazione possa definirsi diffusa in ritardo. Soccorre, in tal senso, la definizione stessa di informazione privilegiata: solo qualora tutti i requisiti per la formazione dell'informazione privilegiata saranno soddisfatti, sorgerà l'obbligo di pubblicazione e assumerà rilievo l'eventuale ritardo. Tuttavia, abbiamo visto come, sovente, l'informazione sia a formazione progressiva, ne deriva una notevole incertezza circa il momento esatto in cui l'eventuale ritardo decorra, in quanto la norma fa riferimento ad una notizia compiutamente formata. L'istituto, dunque, potrebbe essere usato con finalità dilatorie allo scopo di scongiurare la pubblicazione di un'informazione privilegiata, seppur parziale, con conseguente costituzione di un intervallo di tempo utile alla verifica dell'informazione stessa.

La CONSOB vigila, comunque, sulla sussistenza dei requisiti per ritardare l'informazione in seguito ad obbligatoria comunicazione da parte dell'emittente che spieghi le modalità e le ragioni che giustificano la dilazione<sup>42</sup> e può, verificata l'insussistenza delle ragioni a supporto, obbligare l'emittente alla pubblicazione della notizia in favore del mercato.

#### IV. (Segue) *La Selective Disclosure*

Leggendo *a contrariis* l'art. 114 comma 3 TUF, ne deriva che nel nostro sistema c'è poco spazio per la c.d. *selective disclosure* cioè la comunicazione a terzi nominalmente individuati di informazioni *price sensitive*. Infatti, questa è possibile solo in applicazione della norma sul ritardo della comunicazione al pubblico e solo qualora il destinatario dell'informazione sia tenuto alla riservatezza della stessa in virtù della sua attività lavorativa o professionale o in base ad un contratto<sup>43</sup>. In caso contrario, come abbiamo visto, è disposta l'immediata pubblicazione per ripristinare la parità di trattamento tra gli investitori. L'elemento che sembra estendere maggiormente la possibilità per l'emittente di operare scelte di *selective*

---

<sup>42</sup> Regolamento 596/2014 (Nr. 18), art. 17.

<sup>43</sup> Regolamento 596/2014, (Nr. 18), Par. 57.

*disclosure* è proprio la possibilità di comunicare le informazioni ad un soggetto tenuto alla riservatezza in base a contratto. Una clausola di riservatezza contrattuale, infatti, è possibile collocarla all'interno di qualunque rapporto con soggetti estranei all'emittente, ad esempio, consulenti, avvocati e singoli soci qualora sia necessario informarli circa operazioni che richiedano un consenso espresso<sup>44</sup>. La *selective disclosure* era anche un sistema, nella prassi utilizzato, soprattutto negli Stati Uniti per costruire un canale privilegiato di informazione periodica con gruppi di analisti anteriormente alla pubblicazione delle notizie. Questo fenomeno, dapprima contrastato negli USA, è stato oggetto di ferrea opposizione anche da parte della CONSOB<sup>45</sup> che, in caso di divulgazione delle informazioni ad analisti o ad altri professionisti esterni, dispone un obbligo di informazione da indirizzarsi all'Autorità, contenente i punti in programma, nonché data e luogo della riunione e la successiva pubblicazione di sommarie notizie circa i principali argomenti trattati.

L'utilizzo, talvolta, distorto della possibilità di distribuire selettivamente l'informazione, non deve, tuttavia, portare a considerare la pratica come pericolosa. Infatti, tale strumento si mostra particolarmente utile nei gruppi societari ove, a prescindere dai sistemi preposti allo scambio di informazioni ex art. 114 comma 2 TUF, sovente è necessaria la comunicazione ad hoc di informazioni ad organi ed esponenti di altre società appartenenti al gruppo<sup>46</sup>. La liceità della *selective disclosure* con riferimento a singoli soci merita, inoltre, ulteriore approfondimento. Infatti, da un punto di vista meramente pratico la comunicazione tra amministratori ed, in particolare, i soci di controllo è, spesso, funzionale alla stessa corretta gestione degli affari sociali, ma non solo. Il consenso, in sede assembleare, dei soci di controllo, è fondamentale per l'effettuazione di uno svariato numero di

---

<sup>44</sup> Montalenti P., "Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti", Atti del convegno organizzato da Associazione Disiano Preite e dall'Università di Pavia, "L'informazione societaria a quarant'anni dalla legge n. 216/1974. Imprese ed investitori tra forma e sostanza", 2013, Pag. 9.

<sup>45</sup> Consob, Comunicazione DME/6027054, (Nr. 35), Par. 57 ss.

<sup>46</sup> Montalenti P., (Nr. 44), Pag. 10.

operazioni di maggior rilievo. Il primo ostacolo ad una *disclosure* selettiva nei confronti del socio di controllo deriva, come abbiamo già affermato, del principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF. La norma in esame si compone di due distinte previsioni: al comma 1, viene definita la parità di trattamento informativa tra i portatori di strumenti finanziari quotati che si trovino in situazioni identiche; al comma 2, invece viene espresso il principio per cui i portatori di strumenti finanziari quotati abbiano diritto ad accedere alle informazioni necessarie per l'esercizio dei propri diritti. La finalità della norma di cui la comma 1 è chiaramente l'intento di evitare il formarsi di asimmetrie informative nella negoziazione degli strumenti finanziari, questa è una norma estranea al diritto societario comune<sup>47</sup> che si rende necessaria solo in virtù della circostanza della quotazione, ne deriva che, in astratto, nessuna lesione del principio è ipotizzabile in caso di *selective disclosure* verso i soci di maggioranza se gli amministratori sono in grado di mantenere la confidenzialità dell'informazione (eventualmente con l'ausilio di una clausola contrattuale di riservatezza) e scongiurare un eventuale abuso<sup>48</sup>. Quanto alla norma di cui al comma 2, la disposizione apparentemente andrebbe contro la possibilità di una *selective disclosure*, in quanto i soci non paritariamente informati non avrebbero la possibilità di esercitare a pieno i propri diritti. Tuttavia, non tutte le informazioni selettivamente comunicate ai soci di maggioranza sono passibili di modificare le scelte della minoranza in sede assembleare. La protezione dell'interesse patrimoniale ed "amministrativo" di tali soggetti, non necessariamente si pone in conflitto con la maggiore informazione condivisa con alcuni soci. Conseguentemente è da preferire un approccio interpretativo che valorizzi l'efficienza della gestione societaria ed il funzionamento del mercato, approccio che, come abbiamo visto, non richiede una diffusione delle informazioni esattamente simmetrica<sup>49</sup>. Interpretare contrariamente le disposizioni in esame potrebbe ad un risultato inaccettabile sotto il profilo pratico: l'assoluta impossibilità

---

<sup>47</sup> D'Atorre G., "Il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni", Giuffrè, 2007, Pag. 203.

<sup>48</sup> Giannelli A., Mosca C., "Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze della disciplina", Pag. 35.

<sup>49</sup> Costi R., Enriques L., "Il mercato mobiliare", CEDAM, 2004, Pag. 925.

per gli amministratori di “parlare” con la proprietà, cioè con i soggetti da cui, più o meno direttamente, scaturisce il proprio mandato, con lesione dei principi di efficienza della gestione e di continuità aziendale. Ciò non significa negare, tuttavia, che le considerazioni appena effettuate non vadano conciliate con le preminenti esigenze di protezione del mercato e con la disciplina di cui all’art. 114 comma 3 TUF, precedentemente descritta.

*V. I poteri della CONSOB ex art. 114 comma 5 TUF.*

La CONSOB dispone del potere, ex art. 114 comma 5 TUF di imporre la pubblicazione di notizie e documenti necessari per l’informazione al pubblico. La particolarità della disposizione, tuttavia, si fonda sui destinatari della stessa. Infatti, la CONSOB può richiedere tali informazioni non solo ai destinatari degli obblighi di informazione continua, bensì ad una più ampia platea di soggetti che, in virtù della loro posizione, sono presumibilmente in possesso dell’informazione. La norma cita i componenti dell’organo di amministrazione o di controllo, i dirigenti, coloro che detengono una partecipazione rilevante e gli aderenti a patti parasociali. Il potere della CONSOB, inoltre, si mostra abbastanza intrusivo considerando che nel caso in cui l’ordine di pubblicazione venga disatteso, provvede direttamente l’Autorità a spese del soggetto inadempiente. Questa forma di comunicazione, essendo di natura episodica e, comunque, dipendente da una formale richiesta della CONSOB, ha una portata esclusivamente eventuale. La norma, difatti, assume la forma di una classica disposizione di chiusura<sup>50</sup>.

Problema non trascurabile che solleva la disposizione, in particolare alla luce della possibilità della CONSOB di agire unilateralmente, è l’interesse alla riservatezza che può avere l’emittente con riguardo all’informazione oggetto dell’obbligo di pubblicazione. Il comma 6 dispone, infatti, la possibilità per l’emittente di proporre reclamo qualora dalla pubblicazione possa derivare un grave danno. Il reclamo comporta l’automatica sospensione dell’obbligo di

---

<sup>50</sup> Gilotta S., (Nr. 1), Pag. 1164.

pubblicazione. La CONSOB dispone di sette giorni per valutare le ragioni a sostegno del reclamo e può accoglierlo anche temporaneamente o parzialmente solo qualora l'omessa pubblicazione non possa indurre in errore il pubblico. In assenza di replica al reclamo, questo si intende accolto integralmente.

La norma va, tuttavia, integrata con alcune disposizioni del regolamento emittenti<sup>51</sup>. Infatti, la CONSOB esercita il potere conferito dal comma 5 nel momento in cui si fa riferimento ad una richiesta “*in via generale*” disponendo l'automatico obbligo di comunicazione di una serie di operazioni societarie. Di particolare rilievo è l'art. 70 del regolamento emittenti per quanto concerne le operazioni straordinarie<sup>52</sup>. La CONSOB è come se integrasse la normativa di diritto comune richiedendo, nel corso del procedimento preposto all'operazione, un corpo di informazioni aggiuntive per l'informazione al pubblico. Senza scendere nel dettaglio delle informazioni in concreto richieste, si registra comunque, la tendenza a includere notizie circa lo “stato di salute” dell'emittente che possono essere di notevole utilità in sede di valutazione degli effetti dell'operazione per il pubblico. Il problema di maggior rilievo che, tuttavia, si pone è connesso alle conseguenze sulla liceità del procedimento in caso di un'eventuale irregolarità degli obblighi imposti in sede regolamentare. Sotto questo profilo giova ricordare che il legislatore non dispone il potere della CONSOB di integrare la normativa civilistica in tema di fusioni, scissioni ed altre operazioni straordinarie. Ne deriva che il mancato rispetto degli obblighi informativi rilevi solo sotto il profilo delle sanzioni in materia di informazione societaria. Sono, poi, previsti ulteriori adempimenti informativi che scaturiscono dal potere attribuito alla CONSOB dall'art. 114 comma 5 TUF che concernono una pluralità di operazioni eterogenee che riguardano l'emittente<sup>53</sup>. La relativa disciplina è contenuta agli artt. 84 ss. sotto la rubrica “*altre informazioni*”.

---

<sup>51</sup> Consob, Delibera del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, c.d. Regolamento Emittenti.

<sup>52</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 440.

<sup>53</sup> Tali obblighi (le c.d. altre informazioni) riguardano in particolare: l'esercizio dei diritti sociali (art. 84) le stock option (art. 84-bis), i verbali assembleari (art. 85), le modifiche al capitale (art. 85-bis), gli strumenti finanziari ex art. 2351 cc comma 5 (art. 85-ter), la composizione degli organi

VI. (segue) *Differenze e coordinamento con gli obblighi ex art. 114 comma 1*

Come abbiamo già avuto modo di affermare la norma di cui all'art. 114 comma 5 TUF ha funzione di disposizione di chiusura del complesso sistema preposto all'informazione societaria. Gli obblighi che ne scaturiscono, tuttavia, si mostrano parzialmente differenti in comparazione con il comma 1. Infatti, in primo luogo, l'informazione di cui al comma 5 non è necessario che abbia carattere privilegiato. Questo si desume dall'ampia latitudine e indeterminatezza della disposizione che fa riferimento a "*dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico*". Ragionando in forma astratta, pressoché ogni informazione potrebbe unilateralmente essere considerata dalla CONSOB necessaria per l'informazione al pubblico. Ne deriva che il comma 5 finisce per conferire alla CONSOB una notevole potestà discrezionale.

Una seconda problematica si pone a livello di coordinamento. Infatti, non di rado, l'informazione ex art. 114 comma 5 TUF ha natura privilegiata, ne consegue un'evidente duplicazione con riguardo agli obblighi di informazione continua ex art. 114 comma 1 TUF<sup>54</sup>. In particolare, abbiamo analizzato i notevoli obblighi informativi in sede di operazioni straordinarie, in questo caso è evidente l'intento del legislatore: la precisione e la significatività propria della nozione di informazione privilegiata deve essere superata a favore di una più ampia informazione, forse eccessivamente prolissa, che garantisca un quadro generale che consenta all'investitore di comprendere più analiticamente la bontà del proprio investimento.

---

sociali (art. 85-quater), l'offerta di diritti d'opzione (art. 89) e l'adesione ai codici di comportamento (art. 89-bis e art. 89-ter).

<sup>54</sup> Annunziata F., (Nr. 13), Pag. 440.

### *Parte 3. Le Comunicazioni alla CONSOB*

Oggetto di questa parte della trattazione saranno in particolare tutti quegli obblighi informativi che non hanno come destinatario il mercato (almeno direttamente), bensì la CONSOB. A tal riguardo è opportuno preliminarmente sottolineare come *la ratio* normativa alla base di tali obblighi sia differente rispetto a quella che ispira la disciplina in generale. Il legislatore, infatti, dispone che talune informazioni siano trasmesse alla CONSOB in modo tale da garantire a tale organo una effettiva vigilanza<sup>55</sup> sull'operato degli emittenti e, più in generale, di tutti coloro che sono, a vario titolo, in possesso di informazioni rilevanti per il mercato. Ragionando, in astratto, infatti, l'organo che vigila deve disporre di un corpo maggiore di informazioni rispetto a quelle che sono soggette a pubblicazione e quindi oggetto stesso del controllo. La diversa finalità della disposizione è anche affermata dal generale segreto d'ufficio che copre le informazioni comunicate alla CONSOB quando queste si trovino nella disponibilità dell'ente di vigilanza<sup>56</sup>. Il segreto opera anche nei confronti della pubblica amministrazione con eccezione del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Ovviamente le disposizioni in tema di segreto sono da coordinarsi con le norme che dispongono la comunicazione al pubblico, ne deriva che se dovesse essere trasmessa alla CONSOB una notizia di cui la legge dispone la pubblicazione, le norme sul segreto d'ufficio non troveranno applicazione.

#### *I. La Disciplina di cui all'art. 115 TUF*

La norma in esame dispone che la CONSOB con finalità di vigilanza possa imporre, anche in via generale, la comunicazione di notizie e documenti agli emittenti quotati, nonché disporre l'audizione dei componenti degli organi sociali, dei direttori generali e di altre figure professionali a diverso titolo coinvolte nella gestione o nel controllo degli affari sociali. Infine, è definito un potere di ispezione

---

<sup>55</sup> Zanardo A., "Commento all'Art. 115 TUF" in *Commentario TUF* a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 1179.

<sup>56</sup> Art. 4, Comma 10 TUF.



diretta per il controllo dei documenti aziendali. I poteri appena indicati, sono, inoltre, esercitabili anche nei confronti di chi detiene una partecipazione rilevante o di chi è parte in un patto parasociale.

La norma ha una differente formulazione rispetto al passato<sup>57</sup>, mostrandosi più astratta e priva di un elenco delle informazioni oggetto di comunicazione. La determinazione delle informazioni oggetto di comunicazione è demandata alla potestà regolamentare della CONSOB che può provvedere alla creazione di obblighi sia di portata generale, sia di portata individuale. La tecnica legislativa, in questo caso, si mostra condivisibile, in quanto più elastica in un contesto socio-economico in costante mutamento<sup>58</sup>. Ne deriva, tuttavia, un potere particolarmente discrezionale ed intrusivo in capo all'organo di vigilanza.

Quanto alle informazioni oggetto di comunicazione alla CONSOB in via generale, queste in larga parte coincidono con le informazioni oggetto di comunicazione al pubblico ex art. 114 comma 5 TUF di cui abbiamo già avuto modo di discutere ed in particolare: operazioni straordinarie, informazione periodica<sup>59</sup> e altre informazioni. Tuttavia, la norma si mostra ancor più peculiare per i poteri concernenti l'audizione personale di un'ampia platea di soggetti<sup>60</sup> che si presume siano a conoscenza di informazioni rilevanti per l'attività di vigilanza.

---

<sup>57</sup> Per un confronto si faccia riferimento all'art. 4, L. 216/1974.

<sup>58</sup> La delega alla potestà regolamentare CONSOB della determinazione delle informazioni oggetto di comunicazione consente una maggiore adattamento all'evolversi delle esigenze di vigilanza, scelta preferibile rispetto alla cristallizzazione degli obblighi di comunicazione in una norma di legge. In senso conforme Annunziata F., "La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla CONSOB", in *Società*, 1999, pag. 536.

<sup>59</sup> L'informazione periodica include: la relazione finanziaria annuale, la relazione annuale semestrale, il resoconto intermedio di gestione, la relazione del revisore contabile e le relazioni degli organi di controllo.

<sup>60</sup> In particolare: componenti degli organi sociali, direttori generali, dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, altri dirigenti, revisori legali, società di revisione legale, soggetti che controllano la società quotata o che ne sono controllati. Nonché con estensione operata dal comma 2, coloro che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 TUF o che partecipano ad un patto parasociale ai sensi dell'art. 122 TUF.

Sembra, tuttavia, che per interpretazione consolidata non si possa negare che la CONSOB detenga un potere generale di audizione anche al di fuori dei soggetti positivamente indicati dalla norma a condizione che il destinatario della richiesta sia in possesso di informazioni rilevanti<sup>61</sup>. L'interpretazione è confermata anche dal richiamo operato dall'art 115 comma 1, lett. c-bis TUF ai poteri di cui all'art. 187-octies disposti in materia di repressione degli abusi di mercato.

Il comma 3 dell'art. 115 TUF, chiude la norma fungendo da disposizione residuale che costituisce specificazione del generale riferimento alle informazioni di cui al comma 1 lett. a. Questa volta, tuttavia, il legislatore si occupa della trasparenza degli assetti proprietari degli emittenti quotati, disponendo il potere in capo alla CONSOB di richiedere l'indicazione nominativa dei soci o, nel caso di società fiduciarie, dei fiducianti. Gioverà specificare come, in questo modo, la CONSOB sia in grado di reperire informazioni anche sui soggetti che non superano le quote minime di partecipazione richieste dalle disposizioni in tema di partecipazioni rilevanti oltre a poter operare un controllo più generalizzato e trasparente.

Come precedentemente, accennato, infine, l'art. 115 TUF va coordinato con le disposizioni di cui all'art. 114 comma 5 TUF, ne deriva che, qualora la CONSOB dovesse entrare nella disponibilità di un'informazione soggetta a pubblicazione nell'esercizio dei poteri di cui all'art. 115, possa ordinarne la divulgazione o procedere autonomamente in caso di inottemperanza. Dubbi sorgono, tuttavia, nel caso in cui l'informazione da pubblicare sia acquisita da un soggetto non rientrante tra quelli di cui all'art. 114 comma 5 e che l'informazione medesima non sia nel possesso dell'emittente. Si ritiene che in questo caso, interpretando sistematicamente la normativa, la notizia debba comunque raggiungere il pubblico, la tutela del cui interesse è sempre preminente<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Assonime, *“Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell’Assonime”*, Circolare Nr. 12/2006, in Riv. Società, 2006, Pag. 499.

<sup>62</sup> Zanardo A., (Nr. 55), Pag. 1188.

## II. *L'informazione sugli assetti proprietari, art. 120 TUF*

Come abbiamo avuto modo di affermare, la CONSOB è destinataria di informazioni da un'ampia platea di soggetti. Tuttavia, l'interlocutore per definizione rimane sempre, di norma, l'emittente. Ne deriva che l'informazione proveniente da altri soggetti rappresenta un'eccezione e ha funzione di verifica, in un certo senso, sussidiaria. Quanto affermato non può dirsi per l'informativa sugli assetti proprietari ex art. 120 TUF. La norma, infatti, dispone che sia lo stesso socio, in possesso di una partecipazione rilevante, a dover comunicare alla CONSOB (e all'emittente) la sussistenza di tale status. La disposizione, tuttavia, ai fini di una completa analisi, va divisa in due parti che rispondono a principi e finalità differenti<sup>63</sup>. Al comma 2, infatti, troviamo la disposizione appena indicata che obbliga i possessori di una quota di capitale superiore al 3% di darne immediata comunicazione alla CONSOB. Al comma 3, è presente un'altra norma che si rivolge agli emittenti quotati che abbiano una partecipazione superiore al 10% in società non quotata italiana o estera. Anche per tali soggetti è disposta la comunicazione alla CONSOB.

Se in generale, la ratio degli obblighi informativi ex art. 120 TUF è rinvenibile nel favorire la più ampia trasparenza sulle posizioni di potere e sulla gestione della società<sup>64</sup>, la norma di cui al comma 2 è spiccatamente idonea a fornire informazioni circa l'assetto di potere della società stessa determinando quali siano gli equilibri, anche alla luce dell'individuazione di eventuali problemi di agency, tra "proprietari" e "gestori"; mentre la norma di cui al comma 3 si caratterizza per una capacità definitoria relativa all'attività stessa dell'emittente quotato esercitata per mezzo di altre società di cui possiede una partecipazione rilevante. In altre parole, solo la prima norma riguarda propriamente la definizione dell'assetto proprietario dell'emittente, la seconda, più in linea con le norme di cui agli artt. 114

---

<sup>63</sup> Corradi M. C., "Commento all'art. 120 TUF" in *Commentario TUF* a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 1244.

<sup>64</sup> Direttiva 2004/109/CE (Nr. 9), Par. 18

e ss., definisce l'esercizio concreto dell'attività d'impresa "delegato" ad altre società su cui l'emittente quotato può avere notevole influenza.

La norma di cui all'art. 120 TUF non ha carattere assoluto, il comma 6 dispone, infatti, che la comunicazione alla CONSOB non si applica nel caso di partecipazioni detenute dal Ministero dell'Economia per mezzo di società controllate in quanto i relativi obblighi sono adempiuti da tali società. Altre esenzioni sono rinvenibili nel Regolamento Emittenti<sup>65</sup>. Si tratta di ipotesi scarsamente definitorie che potrebbero portare ad "oneri inutili a carico di taluni partecipanti al mercato"<sup>66</sup>. Le eccezioni, infatti, sono ispirate al comune scopo di agevolare determinati settori di attività ove, comunque, l'informazione sarebbe scarsamente utile, di evitare inutili duplicazioni<sup>67</sup> o allo scopo di non gravare eccessivamente investitori esteri scoraggiandoli dall'investire nel nostro paese<sup>68</sup>. Al contempo, tuttavia, il Regolamento Emittenti dispone ulteriori obblighi di comunicazione al superamento di determinate soglie significative di possesso azionario<sup>69</sup>.

Infine, ai fini del calcolo delle relative soglie oggetto di comunicazione, il comma 1 indica come rilevanti esclusivamente le azioni con diritto di voto. Tale specificazione si mostra in linea con la *ratio* di sistema, in quanto, per quanto ovvio, solo le azioni con diritto di voto consentono ai relativi portatori di esercitare una influenza sulle decisioni sociali. Rimangono, dunque, escluse le azioni di risparmio e di godimento, dovendo invece, includersi, le azioni a voto, a vario titolo condizionato.

---

<sup>65</sup> Art. 119 bis, Regolamento Emittenti (Nr. 51).

<sup>66</sup> Direttiva 2004/109/CE (Nr. 17), Par. 20.

<sup>67</sup> Vedi Art. 119-bis, Comma 2, Regolamento emittenti (Nr. 51).

<sup>68</sup> Vedi Art. 119-bis, Comma 7, Regolamento emittenti (Nr. 51).

<sup>69</sup> Le soglie sono del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90%, vedi art. 117, Comma 1, Lett. b, Regolamento emittenti (Nr. 51).

## Conclusione

Abbiamo avviato la nostra analisi a partire dalla fondamentale definizione di informazione privilegiata, evidenziando come la nozione si sia progressivamente evoluta nel tempo nel senso di dare sempre maggiore rilevanza alla significatività di un'informazione che, in concreto, si forma progressivamente. La trattazione è proseguita ponendo l'accento sulla disposizione cardine dell'intero sistema: l'art. 114 TUF. La norma è stata analizzata con particolare riguardo al suo ambito soggettivo di applicazione, oggi esteso ad opera dell'art. 116 TUF anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi in maniera rilevante. Per la *ratio* della norma, infatti, risulta particolarmente saggia la scelta del legislatore di estendere l'applicazione a società che, sebbene non quotate, pongono le stesse esigenze di protezione del mercato rinvenibili per le società quotate. Parte di importante rilevanza è, poi, il difficile bilanciamento tra le esigenze di pubblicità del mercato e quelle di riservatezza degli emittenti. Bilanciamento che trova una risposta nel comma 3 dell'art. 114 con l'istituto del ritardo nella diffusione delle informazioni. Abbiamo visto come, sebbene siano talvolta meritevoli di tutela gli interessi che spingono gli emittenti a non divulgare le informazioni, le norme del TUF sono sempre improntate ad un favore verso l'investitore ed il mercato. Questo, anche alla luce delle considerazioni effettuate nel precedente capitolo, si spiega nell'intento di evitare effetti distorsivi in un sistema economico che forma i prezzi esclusivamente sulla base delle informazioni disponibili.

La nostra analisi si è spinta anche oltre la pubblicazione delle informazioni privilegiate con riguardo particolare al comma 5 dell'art. 114, analizzando le problematiche nel coordinamento con le disposizioni di cui al comma 1 ed evidenziando come, relativamente ad alcune operazioni portate avanti dagli emittenti, il legislatore torni a preferire una *disclosure* particolarmente ampia, anche con sacrificio al principio di significatività e qualità dell'informazione.

Infine, abbiamo avuto modo di confrontarci con alcuni istituti relativi alle comunicazioni da effettuarsi non al pubblico, bensì alla CONSOB. In questi casi

abbiamo visto come la primaria finalità sia quella di consentire la vigilanza effettiva dell'Autorità sull'esatto adempimento degli emittenti in tema di informazione societaria. Questa forma di controllo è agevolata dei poteri particolarmente intrusivi di cui all'art. 115 TUF che, come abbiamo visto, prevedono una certa ridondanza con gli obblighi di *disclosure*. Questa forma di duplicazione degli obblighi si spiega proprio alla luce della funzione di verifica assoluta dall'istituto. Con finalità di confronto, poi, abbiamo esteso la trattazione agli obblighi di comunicazione sugli assetti proprietari di cui all'art. 120 TUF evidenziando un ulteriore aspetto della trasparenza societaria: quella che riguarda non la gestione, bensì la proprietà.

# CAPITOLO 3

## *La Tutela dell'Investitore e del Mercato Confronto con la Disciplina Inglese*

SOMMARIO: Introduzione; **Parte 1:** La Disciplina Nazionale (I. I poteri della Consob per la Vigilanza sugli Emittenti; II. Segue - La vigilanza informativa ed il controllo preventivo sui prospetti; III. Segue - La responsabilità della Consob per negligenza nella vigilanza; IV. La responsabilità da prospetto. V. Segue - La responsabilità degli amministratori non firmatari; VI. Le sanzioni amministrative.) **Parte 2:** Un confronto con la disciplina Inglese (I. Il diritto comune inglese: il *leading case Caparo Industries PLC v. Dickman*; II. Segue - L'azione di risarcimento per diffusione di informazioni false o incomplete nel mercato; III. Segue - La Responsabilità da Prospetto ed i rapporti con la *Common Law*; IV. La *Compensation via FCA action*; V. Le Sanzioni Amministrative) Conclusione.

### *Introduzione*

Questa parte della trattazione si profila l'obiettivo di analizzare quello che, forse, costituisce l'elemento più interessante della disciplina in esame e, certamente, il più pratico: la tutela dell'investitore dalle pratiche scorrette degli emittenti strumenti finanziari. È proprio in questo capitolo che opereremo una serrata comparazione con un ordimento giuridico notevolmente differente dal nostro, quello inglese, che si basa sulle logiche della *common law*. Il confronto sarà di notevole utilità considerando, in particolare, quanto dispone il legislatore comunitario. Nella c.d. direttiva prospetti<sup>1</sup>, infatti, viene esplicitato il fondamentale principio per cui la responsabilità (e quindi le forme di tutela) derivante dalle attività di emissione di strumenti finanziari si conforma alle norme di natura civile di ciascun stato membro. Ne deriva che, nonostante la disciplina sull'informazione societaria sia, sostanzialmente, fortemente armonizzata, sotto il profilo della tutela

---

<sup>1</sup> Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al *prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari* e che modifica la direttiva 2001/34/CE, Art. 6, Comma 2.

effettiva delle posizioni soggettive degli investitori, gli stati membri sono liberi di individuare le migliori forme di protezione, sanzione ed intervento conformemente ai principi generali di ciascun ordinamento. Ecco, dunque, spiegato come, in questo specifico settore, una comparazione tra ordinamenti con *frameworks* molto differenti, si profila particolarmente utile in quanto consentirà di evidenziare come, da punti di partenza lontani, si possa giungere a tutelare similmente un identico interesse.

La trattazione partirà dall'analisi delle prerogative di vigilanza e controllo della CONSOB per poi scendere nello specifico delle responsabilità per emittenti, intermediari e la CONSOB medesima per l'omesso controllo. Si prenderà ad esempio, la disciplina in merito di prospetto d'offerta in quanto, nell'opinione di chi scrive, è la più significativa. Lo scritto proseguirà con la comparazione con l'ordinamento inglese ponendo l'attenzione sulle specifiche azioni a tutela degli investitori previste e sul caso giurisprudenziale che, tutt'ora, è massima guida nelle controversie che riguardano le carenze informative dei contratti di investimento: il caso *Caparo*<sup>2</sup>. Infine, alla luce delle considerazioni effettuate, il presente scritto si soffermerà sugli aspetti evolutivi e sui limiti della disciplina con particolare riguardo agli effetti dell'innovazione tecnologica sulle odierne tecniche di trading con il conseguente e progressivo mutamento delle esigenze che dovrebbero porsi alla base delle norme a tutela del mercato.

### *Parte I. La Disciplina Nazionale*

L'analisi degli strumenti di tutela per gli investitori non può, in alcun modo, prescindere dalla comprensione del fondamentale ruolo assegnato alle autorità di vigilanza dei singoli stati membri. Per quanto concerne la CONSOB l'art. 91 TUF, rubricato "Poteri della Consob" dispone come l'Autorità sia tenuta ad esercitare i propri poteri a "*tutela degli investitori*" ed avendo riguardo della "*efficienza e trasparenza del mercato, del controllo societario e del mercato dei capitali*". La

---

<sup>2</sup> *Caparo Industries PLC v Dickman*, 1990, UKHL 2



norma, chiaramente, scarsamente definitoria, necessita di ulteriore approfondimento. In primo luogo, la salvaguardia degli interessi degli investitori è un principio cardine che ispira l'attività di vigilanza della CONSOB, espresso in forma abbastanza ridondante a partire dall'art. 5 comma 1 TUF. Tuttavia, la disposizione non deve essere interpretata restrittivamente. Infatti, l'Autorità protegge anche interessi diversi, sebbene non menzionati programmaticamente nell'art. 91 quali, ad esempio, la protezione delle minoranze azionarie<sup>3</sup> ed i diritti degli azionisti<sup>4</sup>. In secondo luogo, la norma, nel riferirsi alla trasparenza e all'efficienza del mercato sembra, più che definire un obiettivo, indicare un mezzo attraverso il quale perseguire il fine ultimo della tutela dell'investitore<sup>5</sup>.

Sotto questo profilo, la CONSOB, nell'esercizio dei poteri di cui dispone, opera con scopo volto a prevenire l'eventuale insorgenza di abusi a danno dell'investitore, a tale fine sono volte le norme già analizzate sull'informazione societaria e la potestà sanzionatoria di cui dispone l'Autorità. Questa forma di tutela e controllo, tuttavia, è da coordinare con le azioni previste dal diritto comune (sebbene con qualche modificazione), che operano *ex post*, successivamente al verificarsi dell'evento lesivo, nonché con l'eventuale responsabilità civile della CONSOB stessa per l'omesso controllo o per l'omesso esercizio delle sue prerogative di vigilanza.

### *I. I poteri della Consob per la Vigilanza sugli Emittenti*

La CONSOB riveste, oggi, essenzialmente lo scopo di monitorare il corretto funzionamento dei mercati operando una rilevazione *ex ante* di eventuali criticità

---

<sup>3</sup> Basti il riferimento alle norme in materia di OPA, Artt. 102 ss. TUF.

<sup>4</sup> Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

<sup>5</sup> Cotterli S., "Commento all'art. 91 TUF" in "Commentario TUF", a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 862.

attraverso un'ordinaria attività di continuo monitoraggio e controllo<sup>6</sup>. Per quanto concerne il nostro ambito di trattazione, cioè la vigilanza sugli emittenti, gli strumenti di cui dispone l'Autorità possono essere concettualmente raggruppati in tre macro-categorie: la vigilanza regolamentare, la vigilanza informativa, e la vigilanza ispettiva<sup>7</sup>.

Tuttavia, prima di analizzare specificatamente le singole prerogative ed i poteri dell'Autorità, occorre un breve cenno storico. A differenza di altre Autorità di vigilanza, la CONSOB nasce con scopi e poteri molto circoscritti<sup>8</sup>. Viene istituita con decreto legge<sup>9</sup> nel 1974 con funzioni di controllo sulle informazioni diffuse dagli emittenti quotati, in seguito ad alcuni scandali finanziari che portarono l'attenzione del legislatore verso la necessità di una riforma in materia. La riforma viene sottovalutata dalla dottrina, tuttavia, nel 1996 si ha una nuova svolta con il recepimento delle direttive in materia di servizi di investimento<sup>10</sup> e la successiva emanazione nel 1998 del TUF<sup>11</sup>. L'obiettivo è quello di riformare completamente il mercato mobiliare italiano coordinando, per la prima volta, la disciplina dei mercati finanziari con le riforme di natura societaria. Infine, è con la legge sulla tutela del risparmio<sup>12</sup> che la CONSOB acquisisce l'odierno assetto di poteri con

---

<sup>6</sup> Rabitti Bedogni C., *“Le nuove funzioni ed i poteri di vigilanza della CONSOB”* in *“Tutela del risparmio, authorities, governo societario”* a cura di Bilancia P., Rivolta G. C., Giuffrè, 2008, Pag. 33 ss.

<sup>7</sup> Prescindendo dalle elaborazioni dottrinali sul tema, è lo stesso sito web della CONSOB ad operare questa classificazione di cui si condivide la logicità. Le informazioni sono reperibili all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-sugli-emittenti>, accesso effettuato il 15/04/2018.

<sup>8</sup> Annunziata F., *“La Consob e gli emittenti quotati, 40 anni dopo”*, 2014.

<sup>9</sup> Decreto Legge 8 aprile 1974, Nr. 95, convertito con legge del 7 giugno 1974.

<sup>10</sup> Direttiva 93/6/CEE del Consiglio, del 15 marzo 1993, relativa *all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi*; Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai *servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*.

<sup>11</sup> Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, Nr. 54.

<sup>12</sup> Legge 28 dicembre 2015, Nr. 262, *“Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*.

pervasiva capacità di intervento ed *enforcement* e l'attribuzione dei pregnanti poteri che saranno oggetto di trattazione.

Tornando agli strumenti di cui la CONSOB dispone per l'esercizio delle proprie prerogative di vigilanza, occorre analizzare *in primis*, il potere regolamentare<sup>13</sup>, punto cardine della normativa attualmente in vigore. A partire dal 1975 la CONSOB acquisisce pienamente il potere di “*deliberare in via generale [...] i requisiti per l'ammissione*” al mercato nonché potestà nel definire i contenuti informativi del prospetto per l'ammissione a quotazione<sup>14</sup>. Con atti normativi successivi, la CONSOB progressivamente acquisisce un potere generale di regolamentazione di tutta materia delle negoziazioni nei mercati mobiliari arrivando allo schema odierno che prevede, come abbiamo avuto modo di notare alla luce delle considerazioni finora esposte, una normativa primaria (ad esempio contenuta nel TUF) che disciplina principi, finalità e strumenti basilari, delegando, poi, alla CONSOB la compiuta regolamentazione della materia in sede attuativa. Occorre, tuttavia, soffermarsi sulla *ratio* di questa particolare attribuzione di potere regolamentare in capo alla CONSOB per comprenderne le sue ultime finalità. In primo luogo, la materia oggetto di regolamentazione si caratterizza per un elevatissimo livello di complessità tecnica che rende, nei fatti, impraticabile l'ossequio delle comuni procedure richieste per l'emanazione della normativa primaria. A questa considerazione si aggiunge la circostanza del costante divenire delle esigenze sociali ed economiche poste dal settore finanziario che renderebbero tardivo ogni intervento operato a livello parlamentare. In altre parole, in questo settore, l'effettività della produzione normativa dipende direttamente della capacità del sistema di assecondare la naturale evoluzione tecnica ed economica del

---

<sup>13</sup> Sotto il profilo storico, la CONSOB, sin dalla sua costituzione nel 1974 ha sempre avuto poteri di natura regolamentare a rilevanza interna, è nel 1975 con il DPR 138/1975 che la CONSOB acquisisce la possibilità di dettare norme anche con efficacia vincolante per i terzi.

<sup>14</sup> Art. 8 DPR n. 138/1975.

mercato<sup>15</sup>. Come sottolineato dalla dottrina francese<sup>16</sup>, infatti, l'elemento tecnico-economico, in questo particolare settore fa sì che lo stesso mercato rifugga da condizionamenti esterni (anche del legislatore) per preferire forme di autoregolamentazione che siano estranee al gioco politico e che possano portare all'effettivo bilanciamento degli interessi sociali coinvolti<sup>17</sup>. Solo un'autorità amministrativa indipendente può assolvere a questo compito essendo, in principio, soggetta solo alla legge. Inoltre, la CONSOB ha la capacità di operare a stretto contatto con i fenomeni che intende regolare potendo contare su un'alta qualificazione del personale addetto<sup>18</sup>.

Per quanto concerne i poteri ispettivi abbiamo avuto già modo di discuterne con riferimento all'art. 115 TUF. Gli strumenti investigativi dell'Autorità, tuttavia, in virtù del richiamo all'art. 187-octies TUF, operato dall'art. 115, comma 1, lett. c-bis del TUF, sono particolarmente ampi e intrusivi. In passato la CONSOB poteva svolgere atti di indagine solo nei confronti di coloro che fossero soggetti alla sua vigilanza, con l'art. 187-octies TUF, norma nata con lo scopo di reprimere gli abusi di mercato, l'Autorità acquisisce la possibilità di “*richiedere notizie dati o documenti sotto qualsiasi forma*”<sup>19</sup> nei confronti di chiunque possa essere informato circa i fatti oggetti d'indagine. In realtà i poteri sono particolarmente ampi se consideriamo la facoltà della CONSOB di richiedere registrazioni

---

<sup>15</sup> De Minico G., “*Lineamenti del Potere Regolamentare della Consob*” in U. De Siervo, Osservatorio sulle fonti 1996, Giappichelli, 1996.

<sup>16</sup> Si veda, in particolare, Chevallier, “*Les autorités administratives indépendantes et la régulation des marchés*”, in *Justices et économie*, 1995, janv.-juin, 81, in part. 86.

<sup>17</sup> Maisl, “*Les Autorités administratives indépendantes: protection de libertés ou régulation sociale?*”, in Colliard-Timsit, “*Les Autorités administratives indépendantes*”, P.U.F., 1988, 75.

<sup>18</sup> La soluzione testé descritta, tuttavia, non è esente da criticità in particolare considerando la circostanza che i regolamenti hanno come destinatari sia i privati, sia l'autorità medesima. Dunque, si crea una sovrapposizione in capo alla CONSOB della potestà regolamentare e di vigilanza sul medesimo regolamento che coinvolge anche norme relative al proprio operato. Per un approfondimento in merito alla questione si veda: Giannini, “*Consob*”, in Flick, “*Consob. L'istituzione e la legge penale*”, Giuffrè, 1987, in part. 55.

<sup>19</sup> Art. 187-octies, comma 3, lett. a TUF.

telefoniche esistenti, procedere ad audizione personale, procedere al sequestro, ad ispezioni, a perquisizioni e così via. Inoltre, l'eventuale rifiuto di collaborare da parte dei destinatari delle attività dell'Autorità costituisce condotta punibile a titolo di reato<sup>20</sup>, oltre a costituire un illecito amministrativo<sup>21</sup>. La CONSOB, poi collabora con le altre Amministrazioni dello Stato ed ha pieno accesso alle banche dati pubbliche, in particolare, l'anagrafe tributaria e la centrale dei rischi. Nell'esercizio delle predette facoltà, la CONSOB può avvalersi dell'ausilio della Guardia di Finanza con cui sussiste, a partire dal 2009, un apposito protocollo d'intesa volto a regolare i rapporti di collaborazione reciproca. Infine, come sarà meglio analizzato nel prosieguo, la CONSOB può irrogare sanzioni che sono immediatamente esecutive e riscuotibili mediante ruolo. È evidente, come l'Autorità, oggi, abbia assunto una posizione, estremamente intrusiva, da un lato analoga a quello di una "Polizia Giudiziaria" speciale del settore finanziario, dall'altro assolutamente complementare a quella dell'organo giudiziario<sup>22</sup>.

## *II. (Segue...) La vigilanza informativa ed il controllo preventivo sui Prospetti*

Abbiamo già avuto, ampiamente, modo di analizzare, nel capitolo 2 della presente trattazione quali sono gli strumenti di vilanza informativa di cui dispone la Consob, basti, a tal fine, richiamare le disposizioni, tra le altre, di cui agli artt. 114, 115, 120 e 122 TUF. Aspetto che, invece, merita, specifico approfondimento, in questa sede, è il controllo preventivo che l'Autorità effettua sul prospetto in sede di emissione, da parte di società quotate, di strumenti finanziari. Tale forma di controllo è particolarmente significativa in quanto specifica sul singolo prospetto e condizione essenziale affinché il prospetto medesimo raggiunga il pubblico degli investitori<sup>23</sup>. In assenza dell'approvazione della Consob nei termini, che non può

---

<sup>20</sup> Art. 170-bis TUF "Ostacolo alle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB".

<sup>21</sup> Art. 187-quinquiesdecies TUF.

<sup>22</sup> Bruno F., "Commento all'art. 187-octies" in "Commentario TUF", a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 1831.

<sup>23</sup> Art. 94, Comma 1 TUF.

essere tacita<sup>24</sup>, non è possibile pubblicare il prospetto e, dunque, è inibita ogni forma di collocamento dei titoli presso il pubblico degli investitori. Questa è la prima forma di tutela, preventiva, offerta dall'ordinamento, a protezione degli investitori che, dunque, necessita di specifico commento.

La disposizione di riferimento è contenuta all'art. 94-bis TUF<sup>25</sup> *“Ai fini dell’approvazione, la Consob verifica la completezza del prospetto ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite”*. Ne derivano tre elementi fondamentali su cui deve basarsi il controllo della CONSOB: completezza, coerenza e comprensibilità. Per completezza si intende, in primo luogo, l’osservanza delle disposizioni in tema di contenuto obbligatorio dell’informazione di prospetto. In secondo luogo, l’Autorità verifica che tutti i documenti richiesti siano inclusi ed, eventualmente, richiede informazioni supplementari, altrimenti il controllo, contrariamente alle intenzioni del legislatore, avrebbe valenza esclusivamente formale<sup>26</sup>. Per coerenza, invece, si intende la non-contraddittorietà del prospetto con le stesse informazioni ivi contenute, con i documenti allegati unitamente alla comunicazione iniziale, nonché con tutti gli ulteriori dati acquisiti dalla CONSOB nell’esercizio delle sue richieste di natura istruttoria. L’Autorità, tuttavia, esclude esplicitamente che possa formare oggetto di verifica la rispondenza delle informazioni di prospetto ai bilanci ed alle risultanze contabili

---

<sup>24</sup> Art. 94-bis, Comma 2 TUF, per quanto concerne i termini di approvazione del prospetto, questi sono individuati dall’art. 8, comma 2 del regolamento emittenti in 10 giorni (per valori mobiliari emessi da un soggetto che ha già valori mobiliari quotati, altrimenti 20 giorni). Il decorso del termine si interrompe qualora la CONSOB necessiti di ulteriori informazioni, il termine decorre nuovamente dalla data in cui le informazioni sono comunicate. Il termine ultimo per la conclusione del procedimento è fissato in 40 giorni (oppure 70 giorni nel caso di prima quotazione) come previsto dal comma 5.

<sup>25</sup> La norma ha origine comunitaria ed, in particolare, deriva dalla Direttiva 2003/71/CE, (Nr. 1), Art. 2, comma 1, lett. q. l’approvazione del prospetto è definita come *“l’atto positivo al termine del controllo della completezza del prospetto da parte dell’autorità competente dello Stato membro d’origine, comprendente la verifica della coerenza dell’informazione fornita e della sua comprensibilità”*.

<sup>26</sup> Russo C., “Commento all’art. 94-bis TUF” in *“Commentario TUF”*, a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 904.

dell'emittente, nonché l'eventuale legittimità dell'operazione con riguardo a norme diverse da quelle in tema di offerta pubblica<sup>27</sup>. Infine, per comprensibilità si fa riferimento a quello che è esattamente lo scopo del prospetto, ossia la sua intellegibilità da parte dei destinatari al fine di orientarne le scelte d'investimento<sup>28</sup>. La relativa valutazione dovrà, dunque, differenziarsi a seconda se oggetto di analisi sia il prospetto nel suo complesso o la nota di sintesi. La nota di sintesi deve essere comprensibile anche per l'investitore non professionale ed indicare in modo chiaro i principali fattori di rischio che è poi la funzione propria del documento. Il resto del prospetto, invece, può contenere informazioni più specifiche e tecniche purché siano comunque comprensibili all'investitore professionale, non vi siano evidenti duplicazioni e, comunque, qualora vi siano espressi concetti particolarmente complessi, il documento sia corredato di apposito glossario che ne faciliti la comprensione.

L'aspetto più controverso della normativa in esame è se, tuttavia, la CONSOB sia tenuta ad effettuare un controllo di veridicità circa il contenuto del prospetto. Gli argomenti a favore di questa tesi si sostanziano nella basilare constatazione che l'art. 115 TUF dispone l'obbligo della CONSOB di "*vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico*" e che non è possibile stabilire la correttezza di un'informazione senza vagliarne la sua veridicità. Chi sostiene il contrario, invece, si basa sulla materiale impossibilità di compiere

---

<sup>27</sup> Consob, Comunicazione del 24 marzo 2009, Nr. 9025420, Pag. 6. La questione sulla eventuale necessità di un controllo sulla legittimità dell'operazione di cui in prospetto con le norme di diritto societario è stata in passato oggetto di discussione da ritenersi, comunque, superata alla luce del nuovo art. 99 TUF. La norma dispone, infatti, l'esercizio dei poteri sospensivi ed inibitori solo per violazioni in tema di offerta pubblica, ne deriva che la vigilanza della CONSOB è circoscritta sul punto. In tal senso Rordorf R., "*Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*", Il Foro Italiano, 2001, Pag. 270.

<sup>28</sup> Art. 94, comma 2 TUF: "*Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che [...] sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti*".

un'accurata verifica del contenuto del documento nello scarso intervallo temporale di cui dispone l'Autorità per il relativo procedimento<sup>29</sup>. L'Autorità stessa esclude che il proprio controllo possa in qualche modo estendersi alla veridicità delle informazioni riportate nel prospetto<sup>30</sup>, ad ogni modo, è pacifico in dottrina<sup>31</sup>, e, come avremo modo di vedere, anche in giurisprudenza, che la CONSOB non possa omettere un controllo di veridicità in caso di violazioni macroscopiche ed errori palesi.

### *III. (Segue...) La responsabilità della Consob per negligenza nella vigilanza*

Le considerazioni appena esposte circa l'estensione del controllo operato dalla CONSOB sui prospetti, introducono un tema cardine della disciplina: l'eventuale responsabilità civile astrattamente imputabile all'Autorità in caso di negligente omissione nell'esercizio delle funzioni attribuite. Sotto il profilo giuridico la questione si risolve individuando in capo all'investitore la titolarità di un diritto soggettivo o meno nella prestazione consistente nel controllo operato dalla CONSOB. Qualora l'investitore sia titolare di un diritto soggettivo azionabile contro l'Autorità nulla osterebbe all'esercizio della tutela di cui all'art. 2043 CC<sup>32</sup>.

La questione è stata oggetto di pronuncia della Corte di Cassazione in un giudizio relativo ad un collocamento pubblico di capitale della HVST SPA nel 1983<sup>33</sup>. La CONSOB, come da prassi per l'epoca, approvava il prospetto senza

---

<sup>29</sup> Annunziata F., "La Disciplina del Mercato Mobiliare", VII Ed., Giappichelli Editore, 2014, Pag. 426., Pag. 359.

<sup>30</sup> Consob, Comunicazione Nr. 9025420 (Nr. 27), Pag. 3.

<sup>31</sup> Annunziata F., (Nr. 29), Pag. 359.

<sup>32</sup> La compiuta ricostruzione della vicenda è tratta da: Visentini G., Bernardo A., "La responsabilità della Consob per negligenza nell'esercizio dell'attività di vigilanza", 2001, CERADI.

<sup>33</sup> Si tratta del collocamento di capitale della HVST SPA che a sua volta controllava la Grandi Alberghi Spa proprietaria di un villaggio turistico. Nel caso di specie, le informazioni di prospetto circa principali aspetti dell'operazione (come la titolarità delle azioni e la disponibilità dei canoni di locazione) risultarono essere false. Infatti, alla data di pubblicazione del prospetto HVST SPA non



effettuare alcun un controllo di veridicità, inserendo la clausola di limitazione di responsabilità così come stabilito dal regolamento emittenti<sup>34</sup>. Il collocamento andava a buon fine, ma ben presto emergevano gravi irregolarità, per cui numerosi investitori proponevano azione presso il tribunale di Milano per il risarcimento del danno contro la CONSOB ed alcuni suoi funzionari. I ricorrenti lamentavano una negligenza da parte dell'Autorità di vigilanza che avrebbe consentito la diffusione di informazioni poi accertate come false<sup>35</sup>. I convenuti, invece, eccepivano un conflitto di giurisdizione ritenendo che non fosse individuabile alcuna lesione di un diritto soggettivo, operando la CONSOB nell'interesse generale del mercato e non nel diretto interesse del singolo investitore. Il regolamento di giurisdizione veniva dichiarato inammissibile dalla Suprema Corte (ed implicitamente rigettato) in quanto investiva direttamente il merito della causa e non prospettava propriamente un reale conflitto di giurisdizione. Tuttavia, la Cassazione sottolinea come l'investitore che fa affidamento nel controllo operato dalla CONSOB sia titolare solo di un interesse qualificato a che l'Autorità svolga correttamente le funzioni attribuite. Il giudice di primo grado, dunque, accoglie l'interpretazione della Suprema Corte rigettando le domande di parte attrice. Anche in appello le domande sono rigettate, ma con diversa motivazione, infatti, viene riconosciuto alla parte attrice la titolarità di un diritto soggettivo, tuttavia, in concreto non viene ravvisata alcuna responsabilità in capo alla CONSOB. Secondo la Corte, infatti, l'Autorità non avrebbe alcun obbligo di verificare la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto. Al tempo stesso però, il diritto soggettivo esisterebbe in applicazione del principio del *neminem laedere*<sup>36</sup>.

---

aveva ancora acquisito il pacchetto di controllo della SGA SPA ed il capitale era inferiore a quanto dichiarato.

<sup>34</sup> La clausola così indicava: “*la pubblicazione del prospetto non comporta alcun giudizio della CONSOB sull'opportunità dell'investimento o sul merito dei dati e delle notizie ad esso relative*” e continuava indicando che “*la responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto appartiene in via esclusiva ai redattori dello stesso che l'hanno sottoscritto*”. Allegato 1C RE.

<sup>35</sup> Tribunale di Milano, Sentenza dell'11/03/1996 in *Foro padoano* 1997, I, 233.

<sup>36</sup> La responsabilità della PA per fatti commissivi o omissivi nell'esercizio delle proprie funzioni che vadano a diretto detrimento dei diritti dei privati, possono essere oggetto di sindacato del giudice ordinario. Per consolidata giurisprudenza della Corte di Cassazione, infatti, la PA è responsabile in

La Corte di Cassazione viene, dunque, nuovamente investita della questione<sup>37</sup>. La sentenza di appello viene cassata sulla base della considerazione che la negligenza dell'Autorità nel verificare le informazioni del prospetto costituisca fatto illecito in quanto viene direttamente leso il diritto soggettivo alla libertà negoziale. A nulla, dunque, valgono le clausole di limitazione di responsabilità previste dal regolamento emittenti, in quanto contrarie a norma di legge. La CONSOB, in questa accezione, ha dunque, una discrezionalità nell'autorizzare la pubblicazione del prospetto, ma tale discrezionalità è vincolata all'esercizio della vigilanza da esercitare nell'interesse del pubblico, è dunque, una discrezionalità tecnica.

La pronuncia in commento ha, dunque, una portata notevole, non solo perché sancisce la responsabilità civile della CONSOB, bensì perché consente di determinare in concreto quale sia il ruolo attribuito all'Autorità. La CONSOB, infatti, è chiamata ad effettuare un effettivo controllo sulla qualità dell'informazione diffusa dagli emittenti per consentire un concreto affidamento del pubblico sulla bontà dell'informazione. La scelta se investire o meno, invece, rimarrà ovviamente nella disponibilità (ed a rischio) dei singoli che avranno strumenti idonei per effettuare le loro scelte. Se è questa la funzione attribuita all'Autorità dal legislatore, la Cassazione non avrebbe potuto decidere diversamente dal dichiarare meritevole della tutela di cui all'art. 2043 CC, l'interesse dell'investitore. Altrimenti l'intera disciplina, chiaramente orientata alla protezione degli investitori, sarebbe rimasta senza alcuna tutela.

La responsabilità civile della CONSOB è stata oggetto di ulteriori sviluppi fino ad oggi, fermo restando i principi appena descritti. Dal punto di vista della produzione normativa, nel 2006, il legislatore ha specificato come la responsabilità del personale della CONSOB sia limitata ai casi di dolo o colpa grave e che questa

---

caso di violazione di norme che impongano limiti al proprio potere, o in caso di inosservanza dei più basilari principi di prudenza e diligenza. Vedi Cassazione Civile, Sentenza 1422/1963.

<sup>37</sup> Cassazione Civile, Sentenza Nr. 3132/2001.

vada considerata con specifico riferimento a ciascuna parte convenuta<sup>38</sup>. Nel 2009, la Suprema Corte specifica la propria posizione in tema di nesso causale indicando come l'omesso controllo di veridicità delle informazioni di prospetto possa ben essere oggetto del danno per l'investitore che abbia fatto affidamento sul controllo operato dall'Autorità. Controllo che, se fosse avvenuto, avrebbe impedito la verifica del danno lamentato dall'investitore<sup>39</sup>. Nel 2011, invece, la Corte di Cassazione torna sull'argomento ribadendo la responsabilità ex art. 2043 CC della CONSOB come limite esterno all'esercizio della propria discrezionalità amministrativa e, dunque, soggetto al sindacato del giudice ordinario<sup>40</sup>.

Infine, per quanto, la scelta del legislatore e l'interpretazione della Corte di Cassazione in merito alla responsabilità civile della CONSOB sia pienamente condivisibile per le considerazioni appena descritte, merita di essere menzionata l'opinione di chi è contrario a tale approccio. Infatti, l'inasprirsi delle forme di responsabilità in capo all'Autorità può avere, come risultanza negativa di sistema, l'instaurarsi di una situazione di c.d. *overdeterrence*. Questo comporterebbe un drastico aumento di rigidità proprio di quei soggetti che sono destinati all'attività di vigilanza. Il rischio risiede nella circostanza che i controlli diventino a tal punto scrupolosi da dilatare eccessivamente i tempi di approvazione del prospetto o da comportare, anche in caso di labili irregolarità, il rifiuto di approvazione con riguardo a operazioni meritevoli di raggiungere il mercato<sup>41</sup>. Tale situazione non sarebbe auspicabile per l'interesse del mercato e vanificherebbe lo stesso spirito della disciplina.

---

<sup>38</sup> Decreto Legislativo Nr. 303/2006 che introduce nella Legge 262/2005 l'art. 6-bis.

<sup>39</sup> Cassazione Civile, Sentenza del 25 febbraio 2009, Nr. 4587, in merito ai principi di cui agli artt. 40 e 41 CP.

<sup>40</sup> Cassazione Civile, Sentenza del 23 marzo 2011, Nr. 6681.

<sup>41</sup> Russo C., (Nr. 26), Pag. 908.

#### IV. *La responsabilità da prospetto*

Abbiamo già avuto modo, nel primo capitolo, di analizzare i profili di derivazione della responsabilità da prospetto di cui alle norme del TUF dal diritto comune. In questa sede ci occuperemo di ampliare quelle considerazioni in modo tale da offrire una compiuta panoramica circa le responsabilità per i soggetti coinvolti e le azioni esperibili per gli investitori lesi. In primo luogo, giova sottolineare preliminarmente che la relativa disciplina è rinvenibile ai commi 8 e 9 dell'art. 94 TUF. Le norme ivi enunciate hanno derivazione comunitaria<sup>42</sup>, anche se il legislatore italiano ha optato per un regime più severo rispetto a quello individuabile dalla direttiva<sup>43</sup>. Infatti, l'art. 6 della direttiva indica come la responsabilità vada attribuita “*almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione o controllo [...]*”<sup>44</sup>. Troviamo, dunque, un'alternativa che non è presente nel nostro diritto nazionale. All'art. 94 comma 8 TUF, infatti, troviamo al posto della congiunzione “o”, la locuzione “nonché”. Ne deriva che la responsabilità tra i soggetti indicati e dell'emittente è, in linea di principio, solidale. D'altronde diversamente non potrebbe essere considerando l'esplicito rinvio della direttiva<sup>45</sup> alle disposizioni di responsabilità civile degli stati membri ed essendo il regime di solidarietà principio generale quando più soggetti concorrano a produrre un danno per il diritto italiano<sup>46</sup>. In secondo luogo, il legislatore nazionale, sempre nell'ottica di agevolare l'investitore, dispone una presunzione semplice di

---

<sup>42</sup> Direttiva 2003/71/CE (Nr. 1)

<sup>43</sup> Anche precedentemente all'attuazione della direttiva in commento, una forma di responsabilità era comunque ravvisabile in base al diritto comune ed ai regolamenti della Consob.

<sup>44</sup> Stando alla lettera della direttiva, la responsabilità potrebbe essere attribuita anche solo all'amministratore firmatario del prospetto, lasciando libero da responsabilità l'emittente, ciò potrebbe essere estremamente lesivo dei diritti degli investitori che potrebbero trovare il patrimonio dell'amministratore non capiente rispetto ai più ampi beni aggredibili di cui si presume disponga l'emittente. La disposizione di cui all'art. 94 TUF, dunque, si mostra, di maggior favore verso l'investitore, come d'altronde lo è la disciplina delle informazioni al pubblico nel suo complesso.

<sup>45</sup> Direttiva 2003/71/CE, (Nr. 1), Art. 6.

<sup>46</sup> Stirpe A., “*La responsabilità da prospetto d'offerta al pubblico di strumenti finanziari (art. 94 TUF)*” in Visentini G., “*L'amministrazione della società per Azioni*”, DIKE, 2016, Pag. 305.

colpevolezza prevista per gli emittenti, gli offerenti, i responsabili per le informazioni contenute nel prospetto e gli intermediari che non è prevista a livello comunitario agevolando un onere della prova, altrimenti, diabolica<sup>47</sup>. Si viene, dunque, ad innestare un sistema che risulta porsi in una via di mezzo tra la responsabilità per colpa oggettiva ed una responsabilità tradizionale, infatti, la colpa si presume al verificarsi del danno, ma è ammessa prova contraria da parte del responsabile, dunque l'elemento soggettivo non è completamente irrilevante<sup>48</sup>. Tuttavia, tale agevolazione nella prova opererà solo nei confronti dei soggetti che risultano espressamente dal prospetto, e non nei confronti di altri soggetti comunque, nei fatti, responsabili per cui si seguiranno le norme di diritto comune. Certamente, dunque, la responsabilità andrà a ricadere sull'emittente che è il soggetto che in definitiva ha la paternità dell'atto, nonché dell'amministratore che, firmandolo, se ne assume la responsabilità. Saranno responsabili anche l'offerente, il garante e l'intermediario responsabile per il collocamento che sono individuati dalla norma. Per il resto la legge non impone ad altri soggetti di firmare il prospetto, per quanto, comunque, un prospetto che sia garantito da più soggetti qualificati sia, in genere, più affidabile per il pubblico degli investitori.

Abbiamo appena indicato la presunzione di colpevolezza in merito alla responsabilità da prospetto come una presunzione semplice che, dunque, ammette la prova contraria. La prova in questione consiste nel dimostrare *“di aver adottato ogni diligenza allo scopo di mostrare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne la portata”*<sup>49</sup>. Si tratta della c.d. *due diligence defence*, ampiamente sviluppata dall'ordinamento statunitense<sup>50</sup>. È, dunque, necessario che i soggetti responsabili dimostrino di aver

---

<sup>47</sup> Sangiovanni V., *“La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento CONSOB”* in *Marcati Finanziari, Le Rassegne*, 2011, Dicembre, Pag. 857.

<sup>48</sup> Bruno S., *“La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico”*, 2008, CERADI, Pag. 4.

<sup>49</sup> Art. 94, Comma 8 TUF.

<sup>50</sup> Vedi *Securities Act 1933*, Sec. 11(b)(3)(A). Il diritto americano prevede due diversi standard di diligenza dei soggetti responsabili per il prospetto, quello per i soggetti esperti e quello per i soggetti non esperti. Per gli esperti è necessario che il convenuto in giudizio abbia svolto autonome e complete indagini circa i fatti indicati in prospetto, per i non esperti è sufficiente dimostrare di non

effettuato specifiche (ed indipendenti) indagini volte alla verifica dei dati pubblicati e che da queste indagini non sia scaturito alcun elemento di sospetto. Per quanto concerne, in particolare, la responsabilità degli amministratori firmatari del prospetto, se questi riescono ad integrare i requisiti della *due diligence defence*, ne deriva un'automatica esclusione di responsabilità anche per l'emittente che rappresentano, in virtù dello stesso principio della personalità giuridica che vede l'imputazione all'ente dello stato mentale dei propri amministratori<sup>51</sup>. Per quanto concerne, invece, i soggetti esterni all'emittente (offerente, intermediario, eventuali garanti o società di revisione che si assumano la responsabilità) è da ritenersi necessaria (operando un confronto con la più evoluta disciplina americana) almeno una parziale verifica delle informazioni trasmesse dall'emittente. Per tutti gli altri soggetti, come abbiamo avuto modo di vedere, la colpevolezza non si presume, dunque, sarà onere di parte attrice, dimostrarla.

La norma in esame fa riferimento all'affidamento che l'investitore ha sul contenuto del prospetto. Infatti, i soggetti responsabili rispondono "*dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni*". Il principale problema interpretativo risiede, dunque, sull'individuazione di chi debba subire l'onere della prova dell'affidamento. La questione è fondamentale perché l'affidamento costituisce il nesso causale: è l'aver fatto affidamento sulle informazioni false o incomplete del prospetto ad aver prodotto l'effetto dannoso. Per l'investitore questo sarebbe il classico caso di una *probatio diabolica*, in quanto dovrebbe provare di essersi determinato all'investimento esclusivamente sulla base del prospetto e non di altre fonti indipendenti. È una prova, anche in parte negativa, assolutamente difficoltosa<sup>52</sup>. La questione può essere risolta interpretativamente a livello di

---

aver avuto basi ragionevoli per ritenere che le informazioni non fossero veritiere. La differenziazione del livello di diligenza ha senso nel diritto americano in quanto vi è l'obbligo che la maggioranza del CdA si assuma la responsabilità del prospetto affinché questo venga pubblicato. Obbligo non presente nel nostro paese.

<sup>51</sup> Campobasso M., "*L'imputazione di conoscenza nelle società*", 2002.

<sup>52</sup> Cassazione Civile, Sentenza dell'11 giugno 2010, Nr. 14056.

sistema<sup>53</sup>. Il mercato, infatti, come abbiamo avuto modo di vedere in precedenza, si basa sull'affidamento generato intorno all'informazione societaria diffusa dall'emittente che costituisce la base valutativa non solo del singolo investitore, ma soprattutto della stampa specializzata e degli investitori professionali. L'affidamento, dunque, si presume, perché qualunque informazione abbia il singolo posto a fondamento della sua scelta, sarebbe comunque riconducibile al prospetto e all'informazione continua sempre di paternità dell'emittente. Se così non fosse, non vi sarebbe alcuna fiducia da parte del mercato e lo stesso fallirebbe. Al tempo stesso, tale agevolazione non può durare in eterno, proprio perché le informazioni sono in continuo divenire e possono essere rapidamente superate da nuove circostanze. Ecco perché è la stessa direttiva<sup>54</sup> a prevedere un limite massimo di validità del prospetto, stabilito in 12 mesi. Come è ovvio, dunque, la presunzione di affidamento non può riporsi su un prospetto non più valido, ne deriva che anche l'operare della presunzione debba essere circoscritto a 12 mesi.

Sotto il profilo del danno risarcibile possiamo ipotizzare tre diversi casi: il danno da investimento e da mancato disinvestimento (danno emergente) ed il danno da perdita di *chance* ossia il mancato investimento o il disinvestimento (lucro cessante). Per la prima ipotesi non vi sono dubbi a livello giurisprudenziale sia per la negoziazione nel mercato primario che secondario<sup>55</sup>. Il danno è da quantificare nella differenza di prezzo tra quanto effettivamente pagato e quanto sarebbe stato il prezzo equo (quindi il reale valore dei titoli) se le informazioni fossero state complete e veritiere. Danno che assume ingente rilevanza nel caso particolare in cui l'investitore non si sarebbe neppure determinato all'acquisto se avesse avuto accesso all'informazione corretta. Lo stesso ragionamento si può estendere al danno

---

<sup>53</sup> Tribunale di Milano, Sentenza del 25 luglio 2008.

<sup>54</sup> Direttiva 2003/71/CE, (Nr. 1), Par. 26.

<sup>55</sup> Cassazione Civile, Sentenza del 3 dicembre 1984, Nr. 6300 e Corte d'Appello di Milano, Sentenza dell'8 luglio 1997, in *Giur.comm.*, 1998, II, 532. La determinazione del prezzo di un titolo scambiato nel mercato secondario ingloba, in ogni caso, le informazioni disponibili al momento dello scambio. Ne deriva che la situazione è assolutamente assimilabile all'investimento nel mercato primario.

da mancato disinvestimento<sup>56</sup>, nel caso di specie l'investitore non avrebbe mantenuto in portafoglio i titoli se le informazioni diffuse fossero state veritiere. Anche in questo caso, la quantificazione del danno sia da calcolare con riguardo alla differenza tra il minor prezzo di realizzo al momento del disinvestimento ed il prezzo che sarebbe stato conseguito al momento in cui l'investitore avrebbe disinvestito potendo contare su corrette informazioni. Gli altri due casi di danno (mancato investimento e disinvestimento), invece, sono ipotesi di scuola che difficilmente potrebbero verificarsi nella realtà in quanto presupporrebbero una divulgazione di informazioni che mostrino una situazione dell'emittente peggiore rispetto a quella reale, da qui scaturirebbe un lucro cessante derivante dal non aver investito o dall'aver erroneamente disinvestito che, tuttavia, risulta estremamente difficile da provare. Ne deriva che per azionare nella pratica lo speciale regime di responsabilità di cui all'art. 94 TUF sia comunque necessario che il soggetto leso abbia sottoscritto un contratto d'investimento di cui il prospetto rappresenti, simultaneamente l'offerta contrattuale e la relativa regolamentazione<sup>57</sup>.

L'azione si prescrive entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto o due anni dalla scoperta del vizio<sup>58</sup>, in questo caso sarà l'investitore a dover provare il momento della scoperta. L'azione, dunque, è esercitabile anche dopo la scadenza dei cinque anni, ciò esclude che si possa parlare di decadenza dell'azione.

Infine, altro aspetto di notevole rilevanza interpretativa si fonda nella corretta qualificazione della natura giuridica di tale forma di responsabilità. La dottrina, in passato, oscillava tra una qualificazione come responsabilità precontrattuale, contrattuale o extracontrattuale. Oggi non sembra ci siano dubbi sui tratti di responsabilità extracontrattuale, infatti, ragionando per assurdo, se la responsabilità fosse di tipo contrattuale non vi sarebbe ragione di disporre un'agevolazione per quanto concerne l'individuazione della colpevolezza, basterebbe solo la prova dell'inadempimento, inoltre il termine di prescrizione

---

<sup>56</sup> Tribunale di Milano, Sentenza del 21 ottobre 1999 in Giur.it, 2000, I, 554.

<sup>57</sup> Stirpe A., (Nr. 46), Pag. 298.

<sup>58</sup> Art. 94, Comma 11 TUF.



quinquennale coincide con quello della responsabilità aquiliana. Altra particolare circostanza è che le informazioni da prospetto sono diffuse indistintamente verso il mercato, il che non consente di individuare un destinatario specifico. Vi è, dunque, l'impossibilità di individuare le parti del rapporto (almeno finché non si verifichi il danno) con conseguente impossibilità di definire degli obblighi specifici. Tale considerazione osta anche alla qualificazione della responsabilità come precontrattuale<sup>59</sup>.

In conclusione, di questo tema è doveroso un breve cenno sulla responsabilità per la nota di sintesi. Questo documento che funge da introduzione e riepilogo dei più complessi dati che risultano dal prospetto è di notevole rilevanza per l'investitore non professionale e, nella prassi, l'unico documento da questi letto. Il comma 10 dell'art. 94 TUF dispone che *“nessuno possa essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base alla nota di sintesi”*. La nota di sintesi tuttavia, può far sorgere responsabilità qualora il suo contenuto sia fuorviante, impreciso o incoerente se letto con il resto del prospetto o qualora non contenga le informazioni chiave che aiutino gli investitori nella valutazione dell'offerta. Ne deriva che la nota di sintesi è fonte di responsabilità solo se posta a paragone con il resto del prospetto e qualora non assolva alla funzione attribuita dal legislatore cioè di chiarificazione ed estrapolazione delle informazioni fondamentali (informazioni chiave) relative all'offerta di prodotti finanziari.

---

<sup>59</sup> Bruno S., (Nr. 48), Pag. 6. Giova ricordare, a tal proposito, che la giurisprudenza italiana in tema di responsabilità per falsità in bilancio ed altre informazioni diffuse ha sempre ricostruito la fattispecie come responsabilità extracontrattuale attribuendo ai soggetti lesi la tutela di cui all'art. 2043 CC rispetto alla società e dell'art. 2395 rispetto agli amministratori responsabili (Cass., Sentenza del 3 dicembre 1984, Nr. 6300). Tale giurisprudenza è analogicamente applicabile alla responsabilità da prospetto in virtù dell'equiparazione operata dalla stessa direttiva 2004/109/CE per quanto concerne i profili di responsabilità.

V. (Segue...) *La responsabilità degli amministratori non firmatari*

Abbiamo avuto già modo di analizzare come si possa parlare propriamente di responsabilità da prospetto solo per coloro che siano firmatari dello stesso. L'emittente, dunque, sarà sempre responsabile in quanto il prospetto è di sua paternità, questo firma per mezzo di un amministratore delegato a tale funzione che sarà solidalmente responsabile con l'emittente medesimo. L'offerta al pubblico di strumenti finanziari è tuttavia un'operazione complessa per l'emittente che necessariamente coinvolge l'intero CdA oltre agli organi di controllo e numerosi altri soggetti esterni che non figurano nel prospetto, ma che, tuttavia, dovrebbero rispondere della propria attività. In altri ordinamenti la questione è risolta dal legislatore che obbliga la maggioranza del consiglio di amministrazione alla firma del prospetto affinché questo possa essere pubblicato<sup>60</sup>, tuttavia, nel nostro sistema nessuna previsione di tale spessore è stata mai introdotta, sarà, dunque, necessario ricorrere all'applicazione della disciplina di diritto comune e del diritto societario.

Per quanto concerne gli amministratori e nel caso di offerta pubblica di sottoscrizione al capitale sociale, è istintiva l'applicazione della norma di cui all'art. 2395 CC che fa salvo *“il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori”*. Affinché l'azione sia esperibile è necessario che il danno ricada direttamente sul patrimonio socio o del terzo<sup>61</sup>, circostanza rara in verità, che tuttavia si realizza proprio nell'ipotesi in commento: la diffusione di informazioni false che spinga un investitore ad una scelta erronea ben può inquadrarsi come danno diretto al patrimonio individuale del soggetto leso<sup>62</sup>. I soci hanno un vero e proprio diritto ad essere informati in maniera ampia e completa sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società, diritto che è immanente a tutta la disciplina societaria nazionale. Ecco come la responsabilità degli amministratori verso i soci ed i terzi si aggiunge a quella dell'emittente per i medesimi atti dolosi e colposi dei

---

<sup>60</sup> Il riferimento è alla disciplina statunitense, già commentata in nota (Nr. 50).

<sup>61</sup> Visentini G., *“L'amministrazione della società per Azioni”*, DIKE, 2016, Pag. 238.

<sup>62</sup> Tribunale di Milano, Sentenza del 21 ottobre 1999 (Nr. 56).

propri gestori anche in deroga al principio dell'immedesimazione organica<sup>63</sup>. Da sottolineare, inoltre, con riguardo ai soci, che non vi è duplicazione del risarcimento danno in quanto l'amministratore con la sua condotta ha leso sì il patrimonio sociale, ma contestualmente anche il patrimonio individuale del socio<sup>64</sup>. Il socio, dunque, non agisce surrogandosi alla società, il relativo risarcimento sarà di sua esclusiva spettanza. Per questi motivi, è pienamente ammissibile il concorso dell'azione di cui all'art. 2395 CC con quella di cui all'art. 2392 CC in quanto volte a porre rimedio a due diverse fattispecie: la diminuzione del patrimonio del socio, la prima e la depauperazione del patrimonio sociale, la seconda.

#### *VI. Le sanzioni amministrative*

Il sistema di tutela c.d. "privata" ad opera degli stessi investitori eventualmente lesi, si completa con una forma di tutela "pubblica" che consiste nel complesso apparato sanzionatorio cui è preposta la CONSOB. La tutela, in verità, è, poi, ulteriormente estesa dalla previsione di condotte sanzionate penalmente che, tuttavia, non saranno oggetto della presente trattazione. Il sistema delle sanzioni amministrative, dunque, si può considerare come una misura di *public enforcement ex post*, in quanto, il relativo esercizio si colloca logicamente nel momento in cui le misure di specificazione della normativa (primaria e secondaria) e le forme di controllo, vale a dire le forme di prevenzione (*enforcement ex ante*), operate dalla Consob, falliscano non riuscendo a inibire la verifica della condotta illecita. Il sistema sanzionatorio, dunque, si affianca, senza sostituirsi all'*enforcement* privato descritto nei paragrafi precedenti e segue logiche autonome, in parte indipendenti dai principi generali in tema di sanzioni amministrative. Le relative norme trovano posto nella parte V del TUF ed in particolare al titolo II rubricato "Sanzioni

---

<sup>63</sup> Cassazione Civile, Sentenza del 24 settembre 2008, Nr. 23988.

<sup>64</sup> Cassazione Civile, Sentenza dell'8 gennaio 1999, Nr. 97. La Corte sottolinea, in un caso di falsità della prospettata situazione patrimoniale della società nell'ambito dell'approvazione del progetto di fusione come la distorta percezione della realtà in capo ai soci, spingendoli ad accettare un rapporto di cambio più svantaggioso, abbia direttamente danneggiato il loro patrimonio. Danno autonomo rispetto alla situazione del patrimonio sociale.

Amministrative”. In questa sede analizzeremo i principi generali, la *ratio* e le peculiari finalità del sistema sanzionatorio “finanziario”, senza tuttavia scendere nel dettaglio delle singole sanzioni.

Nel sistema sanzionatorio regolato dal TUF, la principale forma di sanzione è quella pecuniaria. Il legislatore generalmente specifica in misura abbastanza rigida i parametri edittali lasciando alla CONSOB scarso margine di apprezzamento e discrezionalità circa la commisurazione della pena<sup>65</sup>. Questa scelta si pone in controtendenza rispetto alla tecnica legislativa tipica del TUF che predilige, come abbiamo più volte avuto modo di constatare, l’inquadramento di principi generali, lasciando poi l’Autorità libera di emanare norme di dettaglio. La scelta tuttavia si giustifica nell’ottica dell’effetto di deterrenza della sanzione, potendo in questo modo il trasgressore quantificare con sufficiente precisione ed in anticipo le conseguenze della propria condotta<sup>66</sup>. Quanto alla commisurazione della pena all’interno dei parametri edittali soccorrono i principi generali in tema di sanzioni amministrative<sup>67</sup>. Si terrà, dunque, conto della gravità della violazione sia sotto il punto di vista oggettivo (considerando l’interesse protetto che viene leso, il vantaggio illecito conseguito e le modalità della condotta), sia dal punto di vista soggettivo, ossia il carattere doloso o colposo dell’aggressione al bene giuridico protetto. Sarà rilevante, poi, il c.d. “ravvedimento operoso” cioè tutte quelle azioni compiute dal trasgressore per rimediare alle conseguenze della violazione. Infine, sarà considerata la personalità dell’agente (eventuali condotte illecite reiterate e generale tendenza a compiere illeciti della stessa indole) e le condizioni

---

<sup>65</sup> Carbonetti F., “Le sanzioni amministrative pecuniarie nella disciplina bancaria, finanziaria e assicurativa” in *Bancaria*, 2006, 9, Pag. 29.

<sup>66</sup> Talvolta il TUF non esplicita dei riferimenti edittali precisi, ma opera con riferimento ad altri parametri (es. il fatturato). Questa ipotesi è ravvisabile, ad esempio, nelle sanzioni di cui agli artt. 191 comma 4 TUF e 192. Questa tecnica è stata oggetto di critiche stante l’indeterminatezza della norma che commina la pena e, dunque, l’impossibilità di determinare con certezza a priori le conseguenze della condotta illecita. Vedi, in tal senso, Assonime, “*La sollecitazione all’investimento nel testo unico della finanza: il commento dell’Assonime*” in *Riv. Sov.*, 2001, 1, Pag. 211.

<sup>67</sup> Art. 11, Legge 689/1981.

economiche dell'agente (adattando, dunque, il grado di afflittività della sanzione alle effettive disponibilità economiche del trasgressore).

Altra importante tipologia di sanzione è quella di natura interdittiva. La sanzione interdittiva può essere applicata in forma accessoria ad una pecuniaria o in via principale. Nel primo caso consegue automaticamente all'irrogazione della sanzione pecuniaria<sup>68</sup>, nel secondo caso, invece, l'irrogazione è rimessa ad un giudizio valutativo da parte della CONSOB. Tali sanzioni aggiungono un carattere di afflittività ulteriore<sup>69</sup> (costituendo causa di perdita di elementi reddituali per il soggetto che ne è colpito) oltre ad avere diretta funzione di protezione dell'interesse generale inibendo che il soggetto sanzionato possa ricoprire posizioni che consentano la reiterazione dell'illecito. L'interdizione ha, inoltre, per il soggetto sanzionato, importanti ricadute reputazionali che consentono agli investitori di riconsiderare le proprie scelte d'investimento andando a riequilibrare quella correttezza informativa che è stata lesa.

Il quadro sanzionatorio si completa con la confisca dei beni provenienti dall'illecito. Misura sempre accessoria che non prevede alcuna discrezionalità applicativa da parte della CONSOB<sup>70</sup>. A differenza della confisca di natura penale, l'istituto *de quo* si caratterizza per una maggiore connotazione punitiva, assolutamente da giustificarsi nel contesto dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato. Infatti, qualora non sia possibile confiscare propriamente il frutto dell'illecito è possibile procedere a confisca di beni

---

<sup>68</sup> Un esempio è riscontrabile, tra gli altri, all'art. 187-quater: “L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie [...] importa la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità [...], l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate [...]”.

<sup>69</sup>Seminara S., “Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato” in *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2006, 1, Pag. 9.

<sup>70</sup> Art. 187-sexies TUF.

equivalenti, questo connota l'istituto di una caratteristica propriamente sanzionatoria e non preventivo-inibitoria<sup>71</sup>.

La funzione punitiva delle sanzioni amministrative comminate dalla CONSOB appena descritte, deve, tuttavia, conciliarsi con le esigenze di ripristino del corretto funzionamento del mercato. Mercato che è stato, in qualche modo, danneggiato dal trasgressore con la pubblicazione di informazioni non veritiere con conseguente influenza sui prezzi. La soluzione individuata dal legislatore consiste nella pubblicazione del provvedimento che commina le sanzioni<sup>72</sup> sul sito internet dell'Autorità. L'istituto, se da un lato, amplifica il carattere punitivo della sanzione comportando detrimento della reputazione dell'autore dell'illecito, ha, invece, essenzialmente finalità informative verso il mercato volte alla prevenzione di futuri illeciti compiuti dallo stesso autore. Il pubblico, infatti, informato del carattere *contra legem* dell'operazione in questione potrà compiere opportune valutazioni alla luce di informazioni corrette e complete, mutando anche opinione circa l'affidabilità del proprio investimento. La norma di cui all'art. 195-bis TUF dispone, inoltre, che la pubblicazione possa avvenire per mezzo di "modalità ulteriori" operando una valutazione comparata della natura della violazione e degli interessi coinvolti. Ciò si traduce in un bilanciamento tra l'interesse reputazionale del trasgressore ed il preminente interesse del mercato. In questo modo si riequilibra *ex post*, la distorsione informativa generata dall'illecito.

### *Parte 2. Un confronto con la disciplina Inglese*

Abbiamo constatato che le molteplici forme di tutela degli investitori approntate dal nostro ordinamento possono avere natura preventiva o risarcitoria ed essere di carattere pubblico o privato. In particolare, per la tutela "privatistica" è evidente la derivazione dal diritto comune, si tratta di responsabilità civile, tuttavia i cui profili processuali sono semplificati mediante l'utilizzo di presunzioni volte a riequilibrare una posizione tra le parti in causa particolarmente sbilanciata. Questa

---

<sup>71</sup> Cassazione Penale, Sentenza del 14 giugno 2006, Nr. 31988.

<sup>72</sup> Art. 195-bis TUF.

è la soluzione ideata dal nostro legislatore: una normativa speciale che “potenzia”, senza distaccarsene particolarmente, un istituto generale del diritto comune. Soluzione molto diversa è stata, invece, ideata dall’ordinamento di *common law* inglese. Anche in questo caso è stato per primo il diritto comune ad approntare un rimedio ai danni subiti dagli investitori per le informazioni false o incomplete diffuse sul mercato degli emittenti, tuttavia, a questa azione civile, certamente difficoltosa per l’investitore dal punto di vista probatorio, si affianca un rimedio che potremmo definire autonomo, non derivato, di natura ibrida pubblicistico/privata che è la *class action* curata dall’FCA (*Financial Conduct Authority*)<sup>73</sup>. Ecco come due diversi approcci (quello italiano e quello inglese) raggiungono lo stesso scopo che è la protezione dell’investitore, tuttavia attraverso strategie legislative completamente differenti frutto di tradizioni giuridiche distanti. Per tale ragione è particolarmente interessante una comparazione volta all’individuazione del miglior strumento, nella pratica, di tutela dell’investitore e del mercato. La trattazione della disciplina inglese sarà svolta come effettuato per la disciplina nazionale, partendo dai principi generali di diritto comune per giungere all’analisi della disciplina speciale evidenziandone analogie e differenze.

#### *I. Il diritto comune inglese: il leading case Caparo Industries PLC v. Dickman*

Il diritto comune inglese sviluppatosi intorno alla responsabilità degli amministratori per false o insufficienti informazioni diffuse nel mercato o verso i soci, si fonda su un caso giurisprudenziale fondamentale: *Caparo Industries plc v. Dickman*<sup>74</sup>. Stante l’importanza della decisione pronunciata dalla *House of Lords* a risoluzione di tale caso, pronuncia divenuta diritto applicabile in ossequio al sistema di produzione legislativa tipico degli ordinamenti di *common law*, si ritiene

---

<sup>73</sup> La *Financial Conduct Authority* (FCA) è un’authority amministrativa indipendente dal governo inglese che ha funzioni di regolazione e controllo dei mercati finanziari inglesi. L’authority ha, inoltre, potere sanzionatorio e possibilità di rappresentare, anche sotto il profilo processuale, gli interessi diffusi degli investitori. L’FCA opera in regime di autofinanziamento con i contributi versati dalle imprese che operano sui mercati finanziari.

<sup>74</sup> *Caparo industries PLC v. Dickman* (Nr. 2).

opportuno uno specifico commento e descrizione della vicenda sia in punto di fatto sia in punto di diritto.

La vicenda riguardava l'acquisizione del controllo di una società, la *Fidelity PLC* da parte della *Caparo Industries PLC*. La *Fidelity*, azienda nel settore della manifattura di componenti elettriche, non versava in buone condizioni economiche, questo emergeva anche dalle comunicazioni periodiche che, in particolare, nel 1984 comportarono un drastico crollo del valore azionario dei titoli emessi. Approfittando di tali condizioni favorevoli, la *Caparo Industries PLC* acquisiva in un primo momento un pacchetto del 29,9% delle azioni per poi procedere all'offerta pubblica di acquisto dei rimanenti titoli in circolazione, acquisendo, così, il controllo di diritto della *Fidelity PLC*. Tuttavia, a seguito dell'acquisizione emergeva che la situazione economica della *Fidelity PLC* era molto più precaria di quanto fosse evidenziato nei bilanci e nelle comunicazioni effettuate al pubblico, con conseguente influenza sul prezzo di acquisto, troppo elevato per le reali condizioni della società. Per queste ragioni, la *Caparo Industries PLC* addiveniva in giudizio con il sig. Dickman, membro dell'organo di controllo della *Fidelity PLC* e, in particolare, responsabile della revisione dei bilanci, per il risarcimento del danno conseguente alle imprecisioni ed alla falsità dei documenti resi pubblici negli anni precedenti.

La principale questione giuridica che la *House of Lords* fu chiamata a risolvere era, dunque, se nel caso di specie, fosse sussistente un *duty of care* da parte di un membro dell'organo di controllo, Dickman, nei confronti dei singoli soci presenti e futuri considerati *uti singuli*. Le pronunce in primo e secondo grado furono sul punto discordanti, infatti, mentre la *High Court* rigettava le domande di parte attrice sostenendo che non vi fosse alcun obbligo di diligenza a favore della *Caparo*, la *Court of Appeal* accoglieva le doglianze di *Caparo* applicando quello che sarebbe passato alla storia come il *three-fold test*<sup>75</sup>. Secondo questo approccio affinché possa essere dichiarato sussistente un obbligo di diligenza a carico di un

---

<sup>75</sup> *Caparo Industries PLC v. Dickman*, 1989, Q.B. 653. Il test veniva elaborato dal giudice Bingham estrapolando tale principio generale da numerose precedenti pronunce giurisprudenziali discordanti.



soggetto<sup>76</sup> devono essere soddisfatte tre condizioni: (1) il danno deve essere ragionevolmente prevedibile come conseguenza della condotta del convenuto; (2) le parti devono trovarsi in una relazione di reciproca prossimità<sup>77</sup>; (3) la responsabilità che deriva dall'imposizione dell'obbligo di diligenza deve essere equa, giusta e ragionevole alla luce dei principi dell'ordinamento.

La *Court of Appeal*, applicando il citato test confermava le ragioni della *Caparo*, tuttavia sottolineando per mano dello stesso giudice Bingham come, nel caso si tratti di individuare un diritto di un investitore esterno (non socio) al risarcimento danni per la negligenza dell'organo di controllo, i requisiti, in particolare della prossimità (nesso causale) e della ragionevolezza della norma sarebbero solo astrattamente configurabili e, dunque, particolarmente difficoltosi da provare. Il giudice O' Connor, invece, dissentiva ritenendo che non vi fosse alcun obbligo di diligenza nei confronti di un investitore che non fosse socio al momento dell'operazione mancando completamente il nesso causale. È su questa opinione discordante che si fonderà il giudizio della *House of Lords* che giungerà a negare il diritto della *Caparo Industries PLC*. La Suprema Corte, infatti, pur riaffermando la validità e la correttezza del *three-fold test*, rilevava la sua erronea applicazione al caso concreto. Infatti, secondo l'interpretazione della Corte, il *Companies Act*<sup>78</sup> prevedeva l'esigenza che il bilancio fosse revisionato da un organo di controllo ad esclusivo vantaggio dei soci e dell'esercizio dei loro diritti in sede assembleare. Lo scopo della norma non è quello di offrire agli investitori un documento su cui far affidamento per le proprie scelte di investimento. Ecco, dunque, che viene a mancare la relazione di prossimità tra la *Caparo* ed il sig. Dickman: la *Caparo* ha fatto affidamento per il proprio investimento su un documento che non aveva lo

---

<sup>76</sup> Il principio ha portata generale non confinata al diritto societario o finanziario.

<sup>77</sup> Per relazione di prossimità si intende una relazione giuridica che faccia sì che il danno derivante dalla negligenza di un soggetto si ripercuota direttamente sul soggetto leso che faccia affidamento sull'operato del soggetto negligente. In altre parole, per usare una categoria giuridica tipica del nostro ordinamento, il nesso causale. Vedi *Donoghue v. Stevenson*, 1932, A.C. 562.

<sup>78</sup> Lo *statute* applicabile *pro tempore* è il *Companies Act 1985*.

scopo di agevolarla in tale scelta, manca il nesso causale e conseguentemente non vi è azione di risarcimento del danno.

Nonostante la pronuncia sia contraria al diritto dell'investitore leso nel caso *de quo*, la decisione, letta a *contrariis*, esprime un principio fondamentale del diritto comune inglese: vi è responsabilità per negligenza per la diffusione di informazioni false o incomplete nel mercato se lo scopo di tale pubblicità sia quello di agevolare l'investitore nella valutazione del proprio investimento. In altre parole, se lo scopo del documento pubblicato è l'affidamento che l'investitore deve fare sul suo contenuto.

II. (Segue...) *L'azione di Risarcimento per diffusione di informazioni false o incomplete nel mercato.*

Come più volte sottolineato, la *transparency directive*<sup>79</sup> impone che gli stati membri offrano i rimedi propri delle norme interne in tema di responsabilità civile per gli investitori che abbiano subito un danno a seguito di informazioni diffuse dagli emittenti. Tuttavia, come appena commentato, la negligenza degli organi societari dell'emittente è particolarmente difficile da provare secondo il diritto comune inglese e la direttiva di per sé non richiede alcuna modifica alle norme di responsabilità civile degli stati membri<sup>80</sup>. Ne deriva che prima dell'intervento legislativo del 2006 che introdurrà uno specifico regime di responsabilità, applicando i principi di Caparo, l'azione in negligenza era poco utilizzata considerando la *probatio diabolica* necessaria per integrare i principi della prevedibilità del danno e della ragionevolezza. Anche la prova necessaria per un'azione che avesse come presupposto la frode (*tort of deceit*) risultava difficoltosa, considerando che l'attore deve provare la conoscenza della falsità delle

---

<sup>79</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Art. 7.

<sup>80</sup> Gower, Davies, "Principles of Modern Company Law", 2016, Sweet & Maxwell, Pag. 884.

informazioni da parte del convenuto e l'intenzione del convenuto che l'attore facesse affidamento sulle informazioni venendone, così, ingannato<sup>81</sup>.

L'intervento del legislatore si è, dunque, concentrato solo per il caso della frode e del fraudolento ritardo nella diffusione delle informazioni, lasciando per i casi di negligenza l'applicazione dei principi di cui in *Caparo*. Le relative disposizioni speciali sono contenute nel FSMA (*Financial Services and Markets Act*)<sup>82</sup> e dispongono la responsabilità esclusivamente dell'emittente in caso di fraudolenta diffusione di informazioni false o rilevante ritardo o omissione della pubblicazione. L'agevolazione sotto il profilo probatorio consiste in una presunzione dell'affidamento da parte dell'investitore sull'informazione falsa diffusa, per il resto dovranno essere integrati i presupposti previsti per il *tort of deceit* con relativo onere probatorio. È evidente l'analogia con il regime di responsabilità da prospetto proprio del nostro ordinamento, la disciplina speciale pur basandosi sul diritto comune, semplifica l'onere probatorio dell'investitore per mezzo di presunzioni volte a riequilibrare la situazione di disparità tra i soggetti coinvolti.

La posizione del legislatore per quanto concerne l'ipotesi della negligenza è, invece, quella di mantenere vivo il principio espresso nella vicenda *Caparo*. La ragione probabilmente è individuabile nella volontà, almeno qualora sia responsabile l'emittente, di evitare che i soci dello stesso risultino ulteriormente impoveriti dal trasferimento di ricchezza a favore di un gruppo più ristretto di soci-investitori vittoriosi in sede giurisdizionale. In sostanza non sarebbe mai possibile integrare il terzo requisito del *three-fold test*. La situazione diviene differente, tuttavia, nel caso in cui la società si sia impegnata contrattualmente con l'investitore garantendo la genuinità delle informazioni contenute nelle comunicazioni successivamente oggetto di giudizio. In questo caso i tre requisiti sarebbero soddisfatti senza che possano esservi dubbi interpretativi<sup>83</sup>.

---

<sup>81</sup> *Pasley v. Freeman*, 1789, 3 TR 51.

<sup>82</sup> Financial Services and Markets Act 2000, Sch 10A, Part 2, Par. 3.

<sup>83</sup> Gower, Davies, (Nr. 80), Pag. 886.

### III. (Segue...) *La Responsabilità da Prospetto ed i rapporti con la Common Law*

La responsabilità da prospetto, nell'ordinamento inglese, come d'altronde per la legislazione nazionale, è contenuta in una normativa speciale<sup>84</sup> che riprende abbastanza fedelmente le prescrizioni della direttiva<sup>85</sup>. Questione di fondamentale rilevanza è se, tuttavia, questo nuovo regime speciale di responsabilità vada a sostituire quanto la *common law* aveva sviluppato nel caso *Caparo*, oppure confermi l'orientamento tradizionale codificando un principio generale.

In primo luogo, non vi sono dubbi che la responsabilità da prospetto, così come formulata nel FSMA abbia la natura dell'azione basata sulla negligenza<sup>86</sup> per violazione dei *duties of care* da parte degli amministratori dell'emittente. Volendo, dunque, inquadrare la previsione di cui alle sec. 90 FSMA nel substrato della *common law* ed, in particolare, nel *three-fold test* elaborato nella vicenda *Caparo* possiamo dire che questo rimedio speciale, pur rimanendo un'azione autonoma che non richiede prova della sussistenza di un *duty of care*<sup>87</sup>, in realtà si fonda esattamente sui principi di diritto comune. Infatti, lo scopo del prospetto è esattamente quello di agevolare le scelte di investimento e l'affidamento degli investitori<sup>88</sup>. In sostanza viene integrato il requisito la cui mancanza aveva decretato la soccombenza di parte attrice nel caso *Caparo*. Se il prospetto ha questo scopo, sono integrati sostanzialmente i tre requisiti del *three-fold test* essendovi prevedibilità del danno, relazione di prossimità e opportunità di prevedere un regime di responsabilità per tale forma di negligenza. Ne deriva che, dunque, gli

---

<sup>84</sup> FSMA 2000 (Nr. 82), Sec. 90.

<sup>85</sup> Direttiva 2003/71/CE, (Nr. 1).

<sup>86</sup> Davies, "*Liability for misstatements to the market: some reflection*", 2009, *Journal of Corporate Law Studies*, October, Pag. 303.

<sup>87</sup> Bengtzen, "*EU and UK investments disclosure liability: at cross purposes?*", *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3

<sup>88</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo *al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli*, COM(2015) 583 final, Par. 7.

investitori danneggiati da un prospetto infedele hanno due possibilità processuali, in genere esperite congiuntamente: in primo luogo l'azione ex sec. 90 FSMA, con tutte le agevolazioni proprie della responsabilità da prospetto, già ampiamente analizzate con riferimento all'ordinamento italiano (in particolare le presunzioni e l'inversione dell'onere della prova a favore dell'investitore), in secondo luogo l'azione di *common law* basata sulla negligenza i cui requisiti del *three-fold test* sono comunque integrati alla luce degli scopi del prospetto.

È doveroso evidenziare, tuttavia, che le due azioni non fossero nate come esattamente sovrapponibili sotto il profilo della loro esperibilità. Infatti, mentre l'azione ex sec. 90 FSMA è utilizzabile proficuamente sia per danni derivanti da negoziazione di titoli sul mercato primario che secondario, l'azione di *common law* per negligenza copriva solo la prima ipotesi, infatti la giurisprudenza<sup>89</sup>, in contrasto con le chiare finalità comunitarie odierne, affermava che lo scopo del prospetto sarebbe stato l'affidamento dell'investitore solo per l'ipotesi dell'emissione dei titoli e non per la successiva negoziazione degli stessi nel mercato secondario. Nel secondo caso, dunque, non vi sarebbe stata alcuna *duty of care* da parte degli organi societari dell'emittente. Tale orientamento è stato, tuttavia, superato sempre in via giurisprudenziale<sup>90</sup> e successivamente confermato dalla stessa FCA<sup>91</sup>: non vi è alcuna differenza tra negoziazione nel mercato primario e secondario di un titolo sotto il punto di vista delle esigenze informative che il prospetto vuole soddisfare.

#### IV. *La Compensation via FCA action*

L'istituto giuridico di diritto inglese che, tuttavia, nell'opinione di chi scrive, è realmente innovativo e che non trova alcun equivalente nel nostro diritto nazionale è la c.d. *compensation via FCA action*, in altre parole la possibilità di ottenere risarcimento del danno da parte dell'investitore leso per mezzo della

---

<sup>89</sup> *Al-Nakib Investments Ltd v. Longcroft*, 1990, 3 All ER 321.

<sup>90</sup> *Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond*, 2 All ER 774.

<sup>91</sup> FCA, Discussion Paper 16/3, "*Availability of Information in the UK Equity IPO Process*", 18, Par. 3.3, 2016.

mediazione della *Financial Conduct Authority* (FCA) nella forma della *class action*. Le relative norme, sempre contenute nell'FSMA<sup>92</sup>, conferiscono la facoltà all'FCA di adire il giudice per ottenere una condanna al pagamento di una somma di denaro o un'ingiunzione ad un'*facere* specifico in tutti i casi in cui risulti violata una norma regolamentare sempre di emanazione dell'FCA o vi sia un caso di *market abuse* secondo il diritto comunitario. I costi del relativo giudizio di accertamento e condanna sono sostenuti dalla stessa FCA, il che costituisce un vantaggio notevole per gli investitori che abbiano subito un danno limitato per cui non si giustificerebbe un'autonoma azione<sup>93</sup>. Il giudice quantifica le somme cui deve essere condannato il responsabile (che può essere l'emittente, oppure la persona fisica responsabile, ad esempio l'amministratore), secondo equità considerando sia il vantaggio conseguito dal responsabile illecitamente, sia il danno subito dagli investitori. La corte nel suo provvedimento determina anche le categorie di soggetti a cui la FCA dovrà restituire pro-quota il risarcimento ottenuto cumulativamente<sup>94</sup>.

Il rimedio appena descritto presenta delle criticità interpretative. In primo luogo, per quanto concerne la quantificazione del risarcimento, non vi è dubbio che questo debba ricomprendere la totalità dell'illecito guadagno o vantaggio conseguito dal trasgressore. Tuttavia, il relativo danno, subito dagli investitori, potrebbe essere di gran lunga superiore a quanto l'emittente ha, di fatto, illecitamente guadagnato. La questione, in realtà, è solo apparente, stante la valutazione equitativa che deve essere operata caso per caso dalla corte. In secondo luogo, vi sono dubbi circa l'individuazione dei soggetti beneficiari del risarcimento nel caso in cui vi sia stata violazione di una norma di trasparenza che giustifichi sì

---

<sup>92</sup> Sec. 382 e 383 FSMA 2000, (Nr. 82).

<sup>93</sup> Si ricorda che nell'ordinamento inglese le spese processuali sono di notevole entità in comparazione con l'ordinamento italiano e che non vige il principio della soccombenza, per cui le spese sono, per regola generale, sempre compensate tra le parti in giudizio. Di qui l'antieconomicità di un giudizio in cui il diritto al risarcimento eventualmente accertato sia di misura inferiore ai costi del processo pro-quota.

<sup>94</sup> Sec. 382, Sub 3 e 8, FSMA 2000 (Nr. 82).

un'azione promossa dall'FCA, tuttavia dall'illecito scaturisca solo un vantaggio per l'emittente e nessuna perdita o danno per gli investitori. Dunque, l'emittente va "punito", ma non si può parlare propriamente di risarcimento del danno, perché alcun danno è stato patito dagli investitori. In questo caso un'interpretazione letterale della norma richiede che la somma recuperata debba essere ripartita tra tutti gli investitori-soci dell'emittente che abbiano compiuto transazioni nel periodo rilevante ai fini dell'illecito con conseguente frammentazione del beneficio economico in quote millesimali. Tale conseguenza, nella pratica, spinge l'FCA ad astenersi dall'attivare il rimedio in circostanze come quelle descritte<sup>95</sup>.

La *compensation via FCA action* è, dunque, un rimedio di natura ibrida privatistico-pubblicistica. Infatti, l'istituto persegue delle finalità chiaramente sanzionatorie paragonabili alle sanzioni irrogate dalla CONSOB per le violazioni di cui alle norme del TUF e del RE, tuttavia, il rimedio non si limita a punire il trasgressore operando esclusivamente come deterrente, bensì assolve anche ad funzione più propriamente ripristinatoria nel momento in cui il ricavato viene ridistribuito ai soggetti lesi in totale o parziale compensazione delle perdite da questi subite. Ma non solo: il rimedio ha un carattere di estrema agevolazione per l'investitore leso. Basti pensare che i costi del procedimento sono a totale carico della FCA e che l'Autorità ha certamente un'elevata specializzazione ed importanti strumenti istruttori certamente non a disposizione dei singoli investitori. Tuttavia, nella pratica, questo rimedio non viene sovente attivato dall'FCA, come indicato nell'*FCA Enforcement Guide*<sup>96</sup>. Il rimedio viene esperito dall'Autorità solo qualora non vi siano altri strumenti disponibili per gli investitori per far valere i propri diritti o qualora l'azione curata dall'FCA possa ragionevolmente ottenere risultati migliori rispetto alle azioni individuali degli investitori. Si tratta, dunque, di uno strumento residuale.

---

<sup>95</sup> Gower, Davies, (Nr. 80), Pag. 888.

<sup>96</sup> FCA, *Enforcement Guide*, 11.2

## V. *Le sanzioni Amministrative*

Il sistema sanzionatorio inglese, attivato per il mancato rispetto delle norme relative alla trasparenza societaria ed agli abusi di mercato, è stato interessato da una recente riforma di natura organizzativa. Infatti, fino al 2012, le relative funzioni erano esercitate dalla *Financial Services Authority* (FSA), oggi, invece, l'FSA è stata soppressa ed il potere sanzionatorio è stato attribuito, per le aree di relativa competenza, alla *Prudential Regulation Authority* (PRA), organismo sussidiario della *Bank of England* ed alla *Financial Conduct Authority* (FCA), di cui abbiamo già avuto modo di parlare. Si tratta di un'operazione di semplificazione e *spending review* consistente all'attribuzione delle funzioni dell'ente soppresso ad enti preesistenti.

Per quanto concerne il procedimento che porta all'irrogazione della sanzione l'FCA provvede, nella prassi, a sentire informalmente i soggetti interessati, acquisendo tutti i documenti e informazioni necessarie alla determinazione circa la necessità o meno di avviare il procedimento. Seguono due possibili scenari, sotto il profilo investigativo: un'indagine generale<sup>97</sup> circa la gestione e l'andamento dell'impresa, oppure un'indagine specifica<sup>98</sup> volta all'individuazione ed alla repressione di reati o contravvenzioni di settore. Al termine delle indagini le parti possono inviare delle contro-deduzioni in tempo per la trasmissione degli atti all'organo decisorio interno. Vi è, dunque, separatezza tra la fase istruttoria e quella decisoria. Durante tutto il procedimento, ma prima della decisione, è possibile un accordo transattivo che comporta uno sconto sulle sanzioni pecuniarie applicabili secondo un sistema di calcolo che prevede maggiori percentuali di sconto nelle fasi iniziali del procedimento per ridurre l'eventuale vantaggio al proseguire dell'istruttoria. L'istituto ha, chiaramente, ottica deflattiva.

---

<sup>97</sup> FSMA 2000, (Nr. 82), Sec. 167. La norma in questione, come quella di cui alla *section* successiva, in realtà sono relative alla designazione del funzionario responsabile del procedimento.

<sup>98</sup> FSMA 2000, (Nr. 82), Sec. 168. Le indagini possono coinvolgere un'ampissima platea di soggetti, persone fisiche e giuridiche. Ad esempio: l'emittente, gli amministratori, nonché anche singoli soci ed investitori.



Per quanto concerne le pene, l’FCA può disporre tre diverse tipologie di provvedimenti sotto il profilo dello scopo: afflittivo, correttivo e ingiuntivo. I provvedimenti afflittivi sono il richiamo privato, la censura pubblica e la pena pecuniaria. Il primo ha mero rilievo residuale e viene utilizzato dall’FCA qualora, nonostante vi sia irregolarità nel comportamento del soggetto vigilato, non si ravvisi l’opportunità di comminare una pena più gravosa; la censura pubblica si attua in tutti i casi in cui vi sia collaborazione del soggetto nella riparazione del danno arrecato o nell’individuazione delle responsabilità, oppure nei rari casi in cui la pena pecuniaria sarebbe eccessivamente afflittiva considerando le condizioni economiche del soggetto sanzionato. Infine, la pena pecuniaria è il rimedio in tutti i casi in cui vi sia un profitto illecito per il trasgressore o la censura pubblica non abbia un sufficiente effetto di deterrenza essendovi stata reiterazione nelle condotte illecite. A differenza dell’ordinamento italiano le norme inglesi non prevedono parametri edittali o massimali per le pene pecuniarie, queste, invece, sono commisurate in base alla gravità dell’illecito in una valutazione da effettuarsi caso per caso da parte dell’FCA. Tale strumento sanzionatorio, dunque, si mostra estremamente flessibile.

I provvedimenti correttivi, invece, hanno natura di prevenzione e sono paragonabili alle nostre misure interdittive. La più gravosa riguarda la modifica o la cancellazione dell’autorizzazione a svolgere un’attività finanziaria<sup>99</sup>. Considerando la gravità del provvedimento la legge specifica i casi in cui è irrogabile questa sanzione riducendo la discrezionalità dell’FCA. Altro provvedimento interdittivo è l’emissione nei confronti di soggetti che ricoprono cariche societarie di un *prohibition order* che deve essere giustificato alla luce della perdita di affidabilità ed adeguatezza del soggetto allo svolgimento di cariche strategiche per il governo dell’emittente.

---

<sup>99</sup> Financial Services Act 2012, Sec. 11, 55I.

Infine, l’FCA può richiedere che l’*High Court* emetta delle *injunctions* di carattere essenzialmente ripristinatorio del danno arrecato dai trasgressori. L’*injunction*, infatti, è utilizzabile in tutti i casi in cui vi sia un preciso requisito legislativo che sia stato ignorato dal trasgressore, o qualora sia necessario porre rimedio ad un danno ingiustamente causato dall’atto illecito. Anche la forma di *compensation* analizzata nel paragrafo precedente rientra, dal punto di vista logico, nella categoria dell’*injunction*. Tale provvedimento, inoltre, può essere utilizzato anche a fini conservativi del patrimonio impendendo taluni atti di gestione e disposizione.

Dalla descrizione del sistema sanzionatorio inglese, emerge chiaramente come, in caso di illeciti commessi con riguardo all’informazione societaria, l’amministratore sia maggiormente esposto alla responsabilità di natura amministrativa<sup>100</sup> rispetto a quella civile. Tuttavia, occorre sottolineare che nel sistema, inglese, rispetto a quello italiano, l’imposizione di sanzioni amministrative non ha come scopo primario l’afflittività e la deterrenza della sanzione, bensì l’aspetto riparatorio e di prevenzione. Questa peculiarità si coglie chiaramente con riferimento ai provvedimenti correttivi (interdittivi) ed alle *injunctions*. Interventi, dunque, volti a ripristinare lo *status quo ante* l’illecito con possibile soddisfazione, anche in forma diretta dei soggetti lesi. Ecco, dunque, il motivo per cui il sistema sanzionatorio inglese, nella prassi, utilizza meno la sanzione pecuniaria a favore di strumenti diversi ed articolati volti, alla tutela diretta dell’investitore leso.

### *Conclusione*

In ossequio alle considerazioni effettuate, emerge chiaramente come, la disciplina a tutela delle posizioni soggettive degli investitori lesi da un’informazione societaria incompleta o infedele sia di evidente vantaggio per l’investitore. Per quanto tale principio generale sia da far risalire al diritto comunitario, ogni stato membro, tuttavia, vi ha dato attuazione in via differente. Il

---

<sup>100</sup> Gower, Davies, (Nr. 80), Pag. 890.

nostro ordinamento nazionale, per esempio, ha elaborato una disciplina speciale di gran favore, con standard superiori a quelli prescritti a livello comunitario, per i soggetti lesi. Come abbiamo visto, questo si riscontra principalmente in sede di informativa di prospetto, ove, per mezzo di presunzioni, si semplifica il più possibile l'onere probatorio dell'investitore in sede processuale. Viene elaborata, dunque, una disciplina autonoma che sostituisce, pur mantenendo una derivazione evidente, l'istituto dell'offerta al pubblico di diritto comune, certamente di minor favore.

L'ordinamento inglese, che abbiamo posto parzialmente a confronto, invece, pur giungendo al medesimo risultato, procede per una via di sviluppo giuridico differente. Già dal caso *Caparo*, nel 1990, erano stati individuati chiari principi (in verità abbastanza restrittivi) in merito alla tutela degli investitori a seguito di danni derivanti dalla diffusione delle informazioni societarie, nei casi di negligenza. A tale corpo di norme si è affiancata la disciplina speciale di derivazione comunitaria contenuta nel FSMA che, pur non esplicitamente, ha una chiara derivazione dai principi di *common law* di cui costituisce una semplificazione principalmente derivante dalla riduzione l'onere della prova dell'investitore.

Aspetto, invece, di maggior distanza tra i due ordinamenti è sito nella commistione tra strumenti di tutela amministrativi e privatistici presente nell'ordinamento inglese che è assente nell'ordinamento italiano. La *compensation via FCA action*, rappresenta, come abbiamo visto, un notevole vantaggio per l'investitore che si vede assistito nella forma della *class action*, da un ente pubblico altamente specializzato nel giudizio volto al risarcimento del danno provocato dall'emittente. Questo sistema garantisce, inoltre, assoluta parità di trattamento tra investitori lesi in quanto le somme recuperate sono ripartite *pro quota* tra tutti gli interessati e non solo a favore di chi abbia instaurato il giudizio. Nell'ordinamento italiano, invece, vige una notevole separatezza tra l'attività sanzionatoria della CONSOB, di carattere essenzialmente punitivo e l'attività processuale del singolo investitore, volta al risarcimento del danno.



# CAPITOLO 4

## *Limiti della Disciplina e Prospettive Future*

SOMMARIO: Introduzione; I. Informazione societaria e HFT, le criticità dell'innovazione tecnologica; II. Il rischio di *information overload*; III. Il piccolo investitore come destinatario del sistema: una finalità utopistica; IV. Prospettive di sviluppo della disciplina; Conclusione

### *Introduzione*

In questa parte conclusiva della trattazione si vogliono analizzare le criticità del sistema di norme relativo all'informazione societaria e le prospettive di sviluppo di tale disciplina che, notoriamente, è in continua evoluzione. Verrà operato, dunque, un confronto con altri temi fondamentali che circondano la materia in oggetto come la prassi operante nel settore, l'influenza determinante dello sviluppo tecnologico, oltre ad un commento conclusivo circa il raggiungimento o meno, nella pratica, delle finalità perseguite dal legislatore comunitario e nazionale.

#### *I. Informazione societaria e HFT, le criticità dell'innovazione tecnologica*

La disponibilità di avanzati strumenti tecnologici impiegati per l'analisi dei dati o, più propriamente, per eseguire direttamente negoziazioni di titoli nei mercati regolamentati in via automatica, può costituire un notevole *gap* tra investitori, non solo tra quelli professionali e non, bensì anche tra gli investitori professionali che si siano dotati di un HFT e coloro che, invece, continuano ad operare nel mercato tradizionalmente<sup>1</sup>. Come accennato in precedenza l'*High Frequency Trading* (HFT) è una modalità di negoziazione dei titoli che si basa sull'automatismo di

---

<sup>1</sup> Strampelli G., "L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi", *Rivista delle Società*, Fasc. 5, 2014, Pag. 911.

alcuni avanzati algoritmi matematici che determinano quando sia opportuno acquistare o vendere un titolo in base a parametri essenzialmente meccanico/quantitativi operando automaticamente le relative negoziazioni in via telematica. Tali algoritmi sfruttano anche minime oscillazioni dei prezzi degli strumenti finanziari per generare notevoli ricavi a breve termine, tuttavia, di fatto, omettendo ogni forma di analisi sulle informazioni disponibili. Non vi è un controllo umano sull'operazione, ne deriva che il sistema segue regole proprie, indipendenti dai parametri valutativi tradizionali<sup>2</sup>.

L'effetto assolutamente negativo, se non distorsivo, di questa modalità di *trading* è che non beneficiando l'HFT dell'informazione societaria e agendo indipendentemente da questa, l'informazione diffusa non solo perde utilità, ma soprattutto non viene incorporata nel prezzo dello strumento finanziario negoziato con pregiudizio per coloro che operano in modo tradizionale. Tuttavia, questa non è l'unica interpretazione esistente del fenomeno, infatti, tali sistemi "indipendenti" essendo poco influenzabili dalle informazioni, contribuiscono, in genere a stabilizzare i prezzi con vantaggio per i piccoli risparmiatori<sup>3</sup>. Al tempo stesso, tuttavia, questi strumenti possono amplificare eventuali distorsioni del mercato, di fatto assecondando l'agire altrui, in virtù del proprio automatismo, ed amplificando un danno generato *aliunde*.

Quanto al *gap* tecnologico che l'HFT genera nei confronti dei piccoli investitori, la questione benché di notevole rilevanza, non comporta necessariamente nocimento al corretto funzionamento del mercato e va inquadrata alla luce della normale attività concorrenziale degli operatori. Tuttavia, va

---

<sup>2</sup> Alcuni algoritmi di ultima generazione sono in grado anche di incorporare una valutazione di parte delle informazioni disponibili sempre in via automatica attraverso l'integrazione tecnica con i sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate, per approfondimento vedi: Yadav Y., "How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 68, Nr. 1607, 2015.

<sup>3</sup> Manahov V., "Does high frequency trading affect technical analysis and market efficiency? And if so how?" *Journal of International Financial Markets, Institution and Money*, 2014, Pag. 131 ss.

scongiurato il rischio che lo strumento tecnologico sia utilizzato con scopo abusivo e con conseguenti prospettive di danno certamente amplificate rispetto al sistema normale di negoziazione dei titoli. Per tale ragione il legislatore comunitario ha ritenuto di dover intervenire. Nella direttiva MiFID 2, ad esempio sono state introdotte norme che obbligano coloro che fanno uso di sistemi HFT a far uso di strumenti organizzativi di controllo avverso i possibili abusi dello strumento<sup>4</sup>, oppure, sotto il profilo più propriamente tecnico, l'obbligo di dotarsi di sistemi che impediscano il sovraccarico del sistema informatico per l'eccessivo numero di ordini, che possa influenzare negativamente il corretto funzionamento delle relative piattaforme telematiche<sup>5</sup>.

## II. *Il rischio di information overload*

È palese che negli anni il legislatore comunitario abbia progressivamente incrementato gli obblighi informativi a carico degli emittenti quotati, principalmente con l'animo di proteggere gli investitori e di prevenire quei comportamenti abusivi che ciclicamente hanno comportato gravi anomalie nel funzionamento dei mercati<sup>6</sup>. La crescente complessità degli strumenti finanziari in circolazione, infatti, richiede ontologicamente l'assistenza di un più ampio corpo di obblighi informativi, in assenza dei quali il mercato non può regolarsi. Se è vero, tuttavia, che è necessaria una maggiore informazione per gli strumenti di maggiore complessità, non si può negare che l'eccessiva informazione tende a non essere funzionale per lo stesso investitore e per l'emittente. Si instaura, dunque, un circolo vizioso. L'informazione, infatti, diviene sempre più un costo di notevole entità per l'emittente<sup>7</sup> ed al tempo stesso perde utilità per l'investitore che, materialmente "sommerso" dai dati, inizia a trascurarli, in tutto o in parte rischiando di non

---

<sup>4</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, Art. 17.

<sup>5</sup> Direttiva 2014/65/UE (Nr.4), Art. 48.

<sup>6</sup> Kraakman H., "*The mechanism of market efficiency*", Virginia Law Review, 1984, Pag. 549 ss.

<sup>7</sup> Kraakman H., (Nr. 6), Pag. 351.

analizzare le informazioni più rilevanti per l'investimento (il c.d. *information overload*). L'eccessiva informazione, inoltre, comporta distorsioni anche nel mercato secondario, ove, la frenetica pubblicazione di notizie a distanza temporale ravvicinata incoraggia, da un lato, i gestori a perseguire solo risultati a breve termine e, dall'altro, gli investitori a condotte speculative. Il legislatore comunitario è intervenuto<sup>8</sup> sul punto indicando come sia preferibile ridurre il numero di informazioni pubblicate periodicamente dall'emittente allo scopo di perseguire un modello di gestione e di investimento maggiormente improntato ai risultati di lungo periodo.

La realtà è che non esiste una regola generale, parlando di efficienza dei mercati, in merito alla corretta quantità di informazioni da pubblicare per garantire il miglior equilibrio tra semplificazione e analiticità. Bisogna distinguere due principali casi connessi alla complessità dello strumento finanziario negoziato. Nel caso del mercato azionario o obbligazionario è opportuna una semplificazione ispirata ai principi già ampiamente discussi di tutela del piccolo investitore che deve essere posto in condizione di comprendere il merito dell'operazione che si accinge a compiere<sup>9</sup>. Al contrario per gli strumenti finanziari più complessi non è opportuno semplificare in quanto un'informazione non sufficientemente analitica non gioverebbe né al piccolo investitore, né all'investitore professionale che non avrebbero sufficienti strumenti per la valutazione dell'investimento<sup>10</sup>. Per gli strumenti finanziari complessi, l'informazione per i piccoli investitori, sintetica o

---

<sup>8</sup> Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifica della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, Par. 4, *“Per stimolare una creazione sostenibile di valore e una strategia d'investimento a lungo termine, è fondamentale ridurre la pressione a breve termine sugli emittenti e fornire agli investitori un incentivo ad adottare un approccio a più lungo termine. Pertanto, è opportuno abolire l'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione.”*

<sup>9</sup> Strampelli G., (Nr. 1), Pag. 916.

<sup>10</sup> Enriques L., Gilotta S., *“Disclosure and financial market regulation”*, ECGI Law Working Paper, Nr. 252/2014, Pag. 22.



analitica che sia, sarebbe in ogni caso inadeguata, in quanto questi non sono dotati delle nozioni tecniche necessarie per la comprensione di tali operazioni, vi è un'asimmetria conoscitiva incolmabile. Ne deriva che, solo in questo caso, l'informazione non deve essere diretta al piccolo investitore, bensì deve essere improntata ad un livello di analiticità comprensibile dell'investitore professionale.

### *III. Il piccolo investitore come destinatario del sistema: una finalità utopistica*

Come abbiamo già avuto modo di analizzare, la disciplina dell'informazione societaria, salvo l'eccezione di cui al paragrafo precedente, è improntata alla tutela del piccolo risparmiatore<sup>11</sup> visto come soggetto debole ed *outsider*, in posizione di svantaggio rispetto all'emittente. Tuttavia, è evidente, anche alla luce delle considerazioni effettuate, come il proposito del legislatore si sia rivelato in realtà utopistico, in quanto, nonostante l'impegno proteso alla massima semplificazione, le informazioni di prospetto e di natura societaria mantengono necessariamente un grado di tecnicismo difficilmente intellegibile dal piccolo risparmiatore/investitore<sup>12</sup>. Con l'effetto che, spesso, l'informazione non viene neppure letta dall'investitore, che, invece, preferisce riporre la propria fiducia nell'intermediario o nell'agente che in concreto gli propone un determinato investimento. Egli riceve, dunque, un'informazione "filtrata" e maggiormente comprensibile. Inoltre, anche qualora l'investitore sia in grado di comprendere le informazioni diffuse, l'attività di raccolta ed analisi delle stesse è costosa e antieconomica per un soggetto che investa somme relativamente limitate. Ecco, dunque, che, nella pratica il piccolo investitore, non tiene conto dell'informazione, bensì effettua le proprie scelte di investimento in base all'andamento dei prezzi che a loro volta incorporano l'informazione per mezzo dell'attività svolta dagli investitori professionali, gli unici per cui è conveniente recepire ed analizzare le informazioni.

---

<sup>11</sup> Chiaro esempio della finalità del legislatore di proteggere il piccolo investitore è riscontrabili in materia di prospetto (Art. 94 Comma 2 TUF).

<sup>12</sup> Perrone A., "Informazione al mercato e tutela dell'investitore", 2003, Pag. 13.

Se questa è la prassi, allora il modello a cui si ispira la disciplina dell'informazione societaria è inefficiente. Infatti, le informazioni sono prodotte a favore di soggetti che non le sfruttano, mentre i soggetti che hanno un reale interesse all'informazione ricevono e analizzano dati non a loro rivolti. L'informazione di fatto non protegge il piccolo investitore (che non la comprende), e non è sufficientemente analitica per l'investitore istituzionale (che non ha bisogno di alcuna semplificazione). Il pregiudizio, infine, torna al piccolo investitore che utilizza le informazioni "filtrate" dell'investitore professionale che, tuttavia, non ha avuto sufficienti elementi per valutare "professionalmente" la bontà dell'investimento<sup>13</sup>. Parallelamente a tali considerazioni relative all'informazione continua e all'informazione da prospetto, è necessario considerare, invece, la situazione diametralmente opposta relativa ai bilanci annuali, i quali, per gli emittenti quotati si basano sui principi contabili internazionali (IAS/IFRS). I bilanci, così predisposti, sono assolutamente incomprensibili per chi non abbia una notevole perizia nel settore contabile<sup>14</sup>. La finalità del legislatore di protezione dell'investitore "non sofisticato", dunque, non solo si mostra fallace, ma incompleta. D'altronde anche ammettendo che l'investitore comprenda un prospetto d'offerta, come potrebbe costui valutare realmente l'investimento senza poter verificare i bilanci dell'emittente?

#### *IV. Prospettive di sviluppo della disciplina*

Posto che un unico standard di informazione societaria non è efficiente in quanto i destinatari sono fortemente differenziati sotto il profilo delle conoscenze tecniche e tecnologiche e sotto il profilo dell'interesse e dell'opportunità di recepire l'informazione, l'obiettivo da perseguire dovrebbe essere quello di differenziare l'informazione a seconda del destinatario, posto che, a richiesta, per il principio di parità di trattamento, ogni investitore possa accedere a tutte le informazioni

---

<sup>13</sup> Firtel K., "Plain English: A reappraisal of the intended audience of disclosure under Securities Act of 1933", Southern California Law Review, 72, 1999, Pag. 887 ss.

<sup>14</sup> Firtel K., (Nr. 13), Pag. 863. Si pensi, banalmente, al criterio del *fair value* applicato dai principi internazionali ed alle complesse regole per la sua determinazione.

disponibili. Questo consentirebbe di predisporre un corpo informativo altamente analitico per gli investitori professionali da cui ricavare, senza eccessivo aggravio di costi per gli emittenti, una sintesi dotata di autonomia da mettere a disposizione dei piccoli investitori che contiene solo i dati maggiormente rilevanti e con soppressione di ogni tecnicismo<sup>15</sup>.

Un passo in tal senso è già stato compiuto dal legislatore ed è riscontrabile nella disciplina della nota di sintesi al prospetto<sup>16</sup>, documento rivolto all'investitore non professionale che contiene, utilizzando un linguaggio atecnico, le informazioni chiave relative alla proposta di investimento nonché l'indicazione dei principali fattori di rischio. La nota di sintesi, tuttavia, non è un documento autonomo, è parte integrante del prospetto, ed anche sotto i profili della relativa responsabilità<sup>17</sup>, come abbiamo avuto modo di vedere, vi è una rigida connessione con la restante parte del prospetto nei cui confronti la nota di sintesi non deve essere contraddittoria e ingannevole. La nota di sintesi, dunque, può essere considerata più un'introduzione al prospetto che un documento autonomo al servizio del piccolo investitore.

Per trovare un esempio più idoneo di diffusione di informazioni differenziate a seconda della tipologia di investitori destinatari (in ambito contabile), è possibile riferire all'ordinamento inglese. Fino alla riforma del 2013, era possibile per gli emittenti diffondere una versione semplificata del bilancio di esercizio da porre a disposizione dei piccoli investitori<sup>18</sup>. Tale documento (*summary financial statement*) era maggiormente comprensibile e sintetico. L'investitore, tuttavia, aveva sempre la possibilità di richiedere la trasmissione del bilancio completo. Dopo il 2013 l'istituto *de quo* è stato ulteriormente migliorato con l'introduzione dello *strategic report*<sup>19</sup>, di cui abbiamo già avuto modo di parlare. L'emittente, infatti, può inviare (ai soci che non facciano esplicita richiesta

---

<sup>15</sup> Strampelli G., (Nr. 1), Pag. 926.

<sup>16</sup> Art. 94, Comma 2, TUF.

<sup>17</sup> Art. 94, Comma 10, TUF.

<sup>18</sup> Companies Act 2006, Testo previgente, Sec. 426.

<sup>19</sup> Companies Act 2006, Sec. 414A.

del bilancio esteso) direttamente lo *strategic report*<sup>20</sup>, un documento certamente più intellegibile rispetto al bilancio di esercizio, in quanto redatto in forma maggiormente discorsiva ed atecnica che include in sé l'indicazione dei principali fattori di rischio oltre a numerose risultante extracontabili<sup>21</sup>.

Volendo speculare su una possibile implementazione di questa metodologia informativa di derivazione inglese in Italia, nell'opinione di chi scrive, oltre alle ragioni di opportunità appena indicate, anche dal punto di vista legislativo non vi sarebbero particolari difficoltà. Giova ricordare, infatti, che la relazione sulla gestione degli amministratori<sup>22</sup> abbia un contenuto parzialmente coincidente con lo *strategic report* inglese. Per un primo passo, dunque, verso la pubblicazione di informazioni sintetiche destinate solo ai piccoli investitori potrebbe essere sufficiente disporre un contenuto più ampio per la relazione degli amministratori, in modo tale da conferire a questo documento maggiore autonomia e, conseguentemente, portare gli investitori in condizione di comprendere, in via continuativa, anche le risultanze contabili ed extracontabili dell'emittente, che da una lettura "inesperta" del bilancio d'esercizio non emergono.

### *Conclusione*

In questo conclusivo capitolo, è stata oggetto di analisi l'adeguatezza delle norme in tema di informazione societaria con riguardo alle finalità perseguite dal legislatore. Corpo di norme che, certamente, richiede una riforma volta a rimodulare l'efficienza del sistema informativo con riguardo alle differenti categorie di soggetti destinatari. Categorie disomogenee e con differenti esigenze, competenze e strumenti di valutazione. L'obiettivo dovrebbe essere quello di consentire a ciascun operatore un accetto diretto e personalizzato all'informazione senza condizionamenti esterni derivanti dalla difficile intellegibilità della stessa. Il legislatore è chiamato, inoltre, a confrontarsi con le importanti nuove esigenze

---

<sup>20</sup> Unitamente ai documenti supplementari richiesti dalla Sec. 426A, Companies Act. 2006.

<sup>21</sup> Companies Act 2006, Sec. 414 C.

<sup>22</sup> Art. 2428 CC.

poste dall'avvento tecnologico che hanno comportato l'emergere di operatori nella negoziazione dei titoli che operano in via automatica, nella parziale non curanza delle informazioni diffuse e con criteri valutativi assolutamente indipendenti dalle normali dinamiche decisionali. Circostanza questa che deve portare ad una riflessione circa l'utilità e l'efficacia dell'informazione societaria così come oggi è formulata.



## NOTE CONCLUSIVE

Volendo ricondurre ad unità le considerazioni argomentate nella presente trattazione, il primo fondamentale punto di riflessione consiste nell'evidente articolazione della disciplina dell'informazione societaria a vantaggio dell'investitore non professionale. Le norme hanno chiara finalità di protezione di soggetti posti fisiologicamente in posizione di inferiorità, gli investitori, rispetto al più ampio potere contrattuale degli emittenti. La protezione di tali soggetti, tuttavia, non assolve esclusivamente uno scopo di bilanciamento tra categorie di soggetti coinvolti nel processo di scambio e negoziazione dei titoli, bensì è stessa condizione essenziale al corretto funzionamento del mercato. Mercato che non è in grado di regolarsi autonomamente senza alcuna forma di intervento esterno. La protezione dell'investitore, dunque, è un fine che talvolta si confonde con il mezzo per giungere al più sommo scopo di garantire la regolarità delle negoziazioni, che è poi la condizione essenziale che ogni soggetto operante nel mercato desidera sia garantita.

La regolamentazione dei mercati è, tuttavia, particolarmente complessa rispetto ad altre aree di intervento da parte del legislatore. La prassi operante nel mercato, le esigenze economiche e gli interessi dei vari soggetti coinvolti sono in costante mutamento. Tale circostanza rende difficile un intervento diretto del legislatore che mai potrebbe essere tempestivo. Ma non solo. L'elevatissimo tecnicismo della materia rende difficile un intervento diretto dalle aule del Parlamento persino con lo strumento della delega al governo. Ecco la regione per cui, nel settore dell'informazione societaria, le fonti normative sono particolarmente articolate. Il legislatore, comunitario e nazionale, emana delle norme che tecnicamente potremmo definire "quadro" o "d'indirizzo" che poi vengono attuate e specificate in via regolamentare dalla CONSOB. L'Autorità è altamente specializzata, indipendente e, dotata di una struttura snella e deformalizzata rispetto alle istituzioni dello Stato, è in grado di intervenire speditamente al mutare delle circostanze economiche e sociali che impongono

modifiche al regime giuridico applicabile. La CONSOB ha, inoltre, potere di controllo e sanzionatorio volto a fornire una risposta immediata all'eventuale illecito rispetto ai rimedi, certamente meno efficienti dal punto di vista temporale, esperibili in sede giudiziale.

Per quanto concerne, invece, le modalità di tutela di natura privatistica disponibili per gli investitori lesi dal comportamento scorretto o negligente degli emittenti o dei soggetti a vario titolo responsabili, la relativa disciplina speciale è costruita sulla base dei rimedi di diritto comune, tuttavia con opportune semplificazioni di natura processuale, principalmente inerenti alla prova, a favore di parte attrice che, generalmente, si trova in una posizione di svantaggio rispetto al soggetto responsabile.

A tal riguardo abbiamo considerato come riferimento la normativa in materia di prospetto che è, certamente, la più indicativa. Analizzando l'art. 94 TUF emerge chiaramente come l'investitore sia particolarmente agevolato in quanto si presume, in presenza di danno, la colpevolezza dei soggetti responsabili e l'affidamento che l'investitore ha prestato sul contenuto del prospetto. Ma non solo. Abbiamo avuto modo di constatare che, a determinate condizioni, la Suprema Corte di Cassazione ha riconosciuto una forma di responsabilità civile della CONSOB qualora l'Autorità non abbia provveduto, negligenemente, a svolgere le verifiche pre-pubblicazione che la legge dispone. Da questo corpus di norme emerge la funzione centrale dell'informazione societaria nell'interesse del mercato: l'affidamento dell'investitore che deve essere, in ogni caso, garantito.

In Italia, al sistema di tutela in sede civilistica si affianca l'intervento sanzionatorio della CONSOB improntato alla logica primariamente punitiva e dissuasiva nei confronti dei soggetti responsabili. Ad opinione di chi scrive si verifica, tuttavia, un paradosso: le forme di tutela amministrativa, come le sanzioni emanate dall'Autorità, hanno una tempestività certamente superiore rispetto ai rimedi di natura privatistico/processuale. Tuttavia, prescindendo dall'effetto di deterrenza, quando l'illecito si verifica, nessun concreto vantaggio perviene all'investitore leso dall'esercizio del potere sanzionatorio da parte della CONSOB.



L'investitore, dunque, dovrà necessariamente adire il giudice avviando un lungo e dispendioso processo volto all'accertamento del proprio diritto al risarcimento con le modalità che abbiamo analizzato. Questo sistema non è efficiente soprattutto nel contesto dei mercati finanziari, ove la tempestività è fondamentale.

A tal proposito un buon compromesso è stato raggiunto dall'ordinamento inglese che abbiamo posto a comparazione. Nel Regno Unito, infatti, la FCA (*Financial Conduct Authority*), l'equivalente inglese della CONSOB, può esercitare, qualora le altre forme di tutela fossero meno efficaci, un'azione in nome e per conto degli investitori lesi, considerati come gruppo omogeneo di soggetti portatori del medesimo interesse. L'azione si svolge nelle medesime forme dell'azione di risarcimento, tuttavia gli investitori sono seguiti, nella forma della *class action*, dal personale altamente qualificato della FCA che sostiene anche i relativi costi. Infine, le somme recuperate sono integralmente distribuite *pro quota* ai singoli investitori.

Con questo sistema si concilia, celerità, effettività della tutela, nonché risparmio di risorse ed energie processuali. Sempre con riferimento al Regno Unito, inoltre, l'uso della potestà sanzionatoria risulta essere molto più limitato e con finalità maggiormente ripristinatorie rispetto all'omologo potere della CONSOB.

La comparazione con l'ordinamento inglese è stata un importante spunto di riflessione anche sotto un altro profilo. Per quanto la *common law* inglese sia stata inizialmente, come abbiamo visto in riferimento al caso *Caparo*, più lenta nel recepire gli interessi degli investitori, il legislatore parlamentare si è mostrato maggiormente innovativo su più fronti non solo sulla base del diritto processuale, bensì anche per il diritto sostanziale. Uno dei principali problemi esistenti con riguardo all'informazione societaria risiede, infatti, nella circostanza che, benché la disciplina abbia come destinatari i piccoli investitori (almeno in via prima approssimazione), le informazioni diffuse sono, spesso, da questi incomprensibili. L'effetto è che, nella prassi, gli investitori non leggono i prospetti, non comprendono i bilanci, dunque loro non giova l'informazione che, invece, è sfruttata solo dagli investitori professionali, i quali, tuttavia, al contrario, avrebbero bisogno di una maggiore analiticità delle notizie di mercato. Per tali ragioni, nel

corpo della trattazione, si è preferito aderire al filone dottrinale che propende per una differenziazione delle informazioni a seconda dei destinatari. A tal riguardo, in verità, l'ordinamento inglese ha fatto importanti passi avanti con, ad esempio, l'adozione del modello di *strategic report*, documento di informazione, contabile ed extracontabile, scritto in linguaggio atecnico facilmente comprensibile dai non addetti ai lavori.

È proprio alla luce delle considerazioni testé esplicate che sarebbe necessario un intervento legislativo di rimodulazione della materia che riveda anche le stesse finalità del legislatore. L'informazione societaria è al servizio del mercato, mercato popolato da investitori soggettivamente in posizione drasticamente differente. L'informazione, dunque non può essere uguale per tutti, pena l'inefficienza che si concretizza nell'incomprensibilità e l'inutilizzabilità dell'informazione per il piccolo investitore e nella incompletezza della stessa per l'investitore professionale. Differenziare l'informazione a seconda del destinatario, tuttavia, non significa compiere un'operazione di *selective disclosure*. Tutte le informazioni disponibili devono essere accessibili da tutti gli operatori, tuttavia una versione "semplificata" potrebbe giovare al piccolo investitore, in grado di comprendere senza intermediari informativi la bontà dell'investimento e l'informazione completa e analitica potrà essere indirizzata agli investitori di professione, fermo restando il diritto degli uni e degli altri di accedere, a richiesta, ad ogni notizia rilevante. Il modello proposto è già stato attuato con successo in Inghilterra per l'informazione contabile con lo *strategic report*, ma è astrattamente applicabile ad ogni tipologia di informazione finanziaria.

Anche sotto il profilo della tutela degli investitori in sede processuale sarebbe necessario un intervento, non sotto il profilo dell'azione giudiziale in sé, già particolarmente di favore per l'investitore, bensì sotto il profilo di un eventuale coinvolgimento della CONSOB con un ruolo di assistenza della classe degli investitori anche in sede processuale. In sostanza l'intero sistema di tutela amministrativa dovrebbe migrare dalla logica retributiva, alla logica ripristinatoria del danno subito dagli investitori e dal mercato. In altre parole, una volta che il

danno si è verificato, che l'illecito è stato perpetrato, a nessuno giova la “punizione” irrogata al responsabile. L'interesse del mercato è, invece, per quanto possibile, il ripristino dello *status quo ante* la violazione, affinché questo riprenda ad operare in efficienza.



# BIBLIOGRAFIA

- ALVISI C., “*Abusi di Mercato e Tutele Civili*” in *Contr. e Impr.* 2007.
- ANNUNZIATA F., “*La Consob e gli emittenti quotati, 40 anni dopo*”, 2014.
- ANNUNZIATA F., “*La Disciplina del Mercato Mobiliare*”, VII Ed., Giappichelli Editore, 2014.
- ANNUNZIATA F., “*La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla CONSOB*”, in *Società*, 1999.
- ASSONIME, “*La sollecitazione all’investimento nel testo unico della finanza: il commento dell’Assonime*” in *Riv. Sov.*, 2001, 1.
- ASSONIME, “*Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell’Assonime*”, Circolare Nr. 12/2006, in *Riv. Società*, 2006.
- BENGTZEN, “*EU and UK investments disclosure liability: at cross purposes?*”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3
- BOCCHINI E., “*Introduzione al diritto commerciale nella New Economy*”, CEDAM, 2001.
- BRUNO F., “*Commento all’art. 187-octies*” in “*Commentario TUF*”, a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012, Pag. 1831.
- BRUNO S., “*La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*”, 2008, CERADI.
- CAMMARANO G, in ASSOGESTIONI, “*Trasparenza dell’informazione societaria per l’efficienza del mercato finanziario*”, Atti della giornata di studio organizzata dall’Assogestioni, 1994 in *Quaderni di Documentazione e Ricerca*, 1995, Nr. 13. Cattaneo C., “*L’informativa volontaria nelle società quotate: alcune osservazioni*” in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2000 Nr. 7-8.
- CAMPOBASSO G. F., “*Diritto Commerciale, Volume 2, Diritto delle Società*” VIII Ed, UTET, 2014.
- CAMPOBASSO M., “*L’imputazione di conoscenza nelle società*”, 2002.
- CARBONETTI F., “*Le sanzioni amministrative pecuniarie nella disciplina bancaria, finanziaria e assicurativa*” in *Bancaria*, 2006, 9.

- CASCARANO, *“L’Ordine pubblico economico tra progresso economico e sviluppo sociale”*, 2015.
- CATALDI G., *“Informazione finanziaria, need for disclosure, efficienza del mercato mobiliare”* in *AmbienteDiritto.it*.
- CERIONI L., *“The Success of the Company in S. 172(1) of the UK Companies Act 2006: Towards an “Enlightened Directors” Primacy?”* OLR Vol 4, No. 1, 2008.
- CHEVALLIER, *“Les autorités administratives indépendantes et la régulation des marchés”*, in *Justices et économie*, 1995, janv.-juin, 81, in part. 86.
- COMMISSIONE EUROPEA, comunicazione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *“L’Atto per il mercato unico, Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia, Insieme per una nuova crescita”*, 13 aprile 2011.
- COMPANY LAW REVIEW, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework* DTI London, URN 00/656, 2000
- CONSOB, Comunicazione del 24 marzo 2009, Nr. 9025420.
- CONSOB, Comunicazione DME/6027054, *“Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti”*, 2006.
- CONSOB, Documento di Consultazione, *“Disposizioni attuative del decreto legislativo 30 dicembre 2016, Nr. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario”* 21 luglio 2017.
- CORRADI M. C., *“Commento all’art. 120 TUF”* in *“Commentario TUF”* a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012.
- COSTI R., *“Il Mercato Mobiliare”*, V Ed. Giappichelli Editore, 2008.
- COSTI R., ENRIQUES L., *“Il mercato mobiliare”*, CEDAM, 2004.
- COTTERLI S., *“Commento all’art. 91 TUF”* in *“Commentario TUF”*, a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012.
- D’ATTORRE G., *“Il principio di uguaglianza tra soci nelle società per azioni”*, Giuffrè, 2007.
- DAVIES, *“Liability for misstatements to the market: some reflection”*, 2009, *Journal of Corporate Law Studies*, October.

- DE MINICO G., *“Lineamenti del Potere Regolamentare della Consob”* in U. De Siervo, Osservatorio sulle fonti 1996, Giappichelli, 1996.
- ENRIQUES L., GILOTTA S., *“Disclosure and financial market regulation”*, ECGI Law Working Paper, Nr. 252/2014.
- ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *“The basic governance Structure: The interest of Shareholders as a Class”* in *The Anatomy of Corporate Law*, II Ed., Oxford, 2009.
- FARJAT G., *“L’ordre publique économique”*, 1963.
- FCA, Discussion Paper 16/3, *“Availability of Information in the UK Equity IPO Process”*, 18, Par. 3.3, 2016.
- FCA, *Enforcement Guide*.
- FERRI G., *“L’ordine pubblico economico”* in Riv. Dir. Comm, 1964, I.
- FERRI G., *“Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto”*, 1970.
- FIRTEL K., *“Plain English: A reappraisal of the intended audience of disclosure under Securities Act of 1933”*, Southern California Law Review, 72, 1999, Pag. 887 ss.
- FORUM SULL’INFORMAZIONE SOCIETARIA, *“Guida per l’informazione al Mercato”*, 2002.
- GHESTIN J., *“La Formation du Contrat”* in *Traité de droit civil*, III ed, 1993.
- GIANNELLI A., MOSCA C., *“Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze della disciplina”*.
- GIANNI F., *“Informazione Societaria: Modifiche al Regolamento Emittenti”*, relazione al convegno Synergia Formazione, *“Le informazioni Price Sensitive”*, Milano, 2009.
- GIANNINI, *“Consob”*, in Flick, *“Consob. L’istituzione e la legge penale”*, Giuffrè, 1987.
- GILOTTA S., *“Commento all’Art. 114 TUF”* in *“Commentario TUF”* a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012.
- GOWER, DAVIES, *“Principles of Modern Company Law”*, 2016, Sweet & Maxwell, Pag. 884.

- HOPT H. J., “*Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*” Rivista delle Società, 2006.
- KRAAKMAN H., “*The mechanism of market efficiency*”, Virginia Law Review, 1984, Pag. 549 ss.
- MACEY J. R., “*Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure and Enron*” in Giur. Comm. 2003, I, Nr. 29.
- MAISL, “*Les Autorités administratives indépendantes: protection de libertés ou régulation sociale?*”, in Coliard-Timsit, “*Les Autorités administratives indépendantes*”, P.U.F., 1988.
- MANAHOV V., “*Does high frequency trading affect technical analysis and market efficiency? And if so how?*” Journal of International Financial Markets, Institution and Money, 2014.
- MONTALENTI P., “*Disclosure e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*”, Atti del convegno organizzato da Associazione Disiano Preite e dall’Università di Pavia, “*L’informazione societaria a quarant’anni dalla legge n. 216/1974. Imprese ed investitori tra forma e sostanza*”, 2013.
- PARLAMENTO E CONSIGLIO EUROPEO, “*Proposta di regolamento relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta al pubblico o l’ammissione alla negoziazione di titoli*”, COM(2015) 583 final.
- PERRONE A., “*Informazione al mercato e tutela dell’investitore*”, 2003.
- RABITTI BEDOGNI C., “*Le nuove funzioni ed i poteri di vigilanza della CONSOB*” in “*Tutela del risparmio, authorities, governo societario*” a cura di Bilancia P., Rivolta G. C., Giuffré, 2008.
- ROPPO V., “*Regolazione del Mercato e Interessi di Riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente*” in Rivista di Diritto Privato, 3/2010.
- RORDORF R., “*Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*” in Giur. Comm. 2003, I, Nr. 29.
- RORDORF R., “*Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*”, Il Foro Italiano, 2001.
- RUSSO C., “*Commento all’art. 94-bis TUF*” in “*Commentario TUF*”, a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012.
- SANGIOVANNI V., “*La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento CONSOB*” in Mercati Finanziari, Le Rassegne, 2011, dicembre.



- SEMINARA S., *“Disclose or Abstein? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie”* BBTC, 2008, I, 333.
- SEMINARA S., *“Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato”* in *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004*, in Dir. Pen. Proc., 2006, 1.
- SEPE, *“Nuovi profili della disciplina sugli abusi di mercato”*, Seminari della Cassa Nazionale Forense, 2004.
- STAGNO A. ed altri, *“Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate”* in BBTC, I, 1999.
- STIRPE A., *“La responsabilità da prospetto d’offerta al pubblico di strumenti finanziari (art. 94 TUF)”* in Visentini G., *“L’amministrazione della società per Azioni”*, DIKE, 2016.
- STRAMPELLI G., *“L’informazione Societaria a Quindici Anni dal TUF: profili evolutivi e problemi”*, Rivista delle Società, fasc. 5, 2014.
- TORRENTE A., SCHLESINGER P., *“Manuale di Diritto Privato”* p. 666 Ventunesima Edizione (a cura di) Anelli Franco e Granelli Carlo, Giuffrè Editore, 2013.
- VISENTINI B., *“L’informazione societaria e gli azionisti”*, in AA.VV., *L’informazione societaria. Atti del Convegno internazionale degli studi*, Venezia, Giuffrè, 1982.
- VISENTINI G., *“L’amministrazione della società per Azioni”*, DIKE, 2016.
- VISENTINI G., BERNARDO A., *“La responsabilità della Consob per negligenza nell’esercizio dell’attività di vigilanza”*, 2001, CERADI.
- YADAV Y., *“How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets”*, Vanderbilt Law Review, Vol. 68, Nr. 1607, 2015.
- ZANARDO A., *“Commento all’Art. 115 TUF”* in *“Commentario TUF”* a cura di Vella F., Giappichelli Editore, 2012.
- ZAPPA G., *“Le valutazioni di Bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni”*, 1927.
- ZENO ZENCOVICH V., *“Profili di uno statuto dell’informazione economica e finanziaria”* in *Il diritto dell’informazione e dell’Informatica*, 2005.



# RIFERIMENTI NORMATIVI

## NORME NAZIONALI

Codice Civile 1942.

Consob, Delibera del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, c.d. Regolamento Emittenti.

Consob, Regolamento 5553/1991, Art. 5.

Decreto Legge 8 aprile 1974, Nr. 95, convertito con legge del 7 giugno 1974.

Decreto Legislativo 17 settembre 2007, Nr. 164.

Decreto Legislativo 2 febbraio 2007, Nr. 32.

Decreto Legislativo 23 ottobre 2005, Nr. 206.

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, Nr. 254.

Decreto Legislativo 6 novembre 2007, Nr. 195.

Decreto Legislativo 6 settembre 2005, Nr. 206.

Decreto Legislativo Nr. 303/2006.

Legge 17 maggio 1991, Nr. 157.

Legge 18 aprile 2005, Nr. 62.

Legge 28 dicembre 2015, Nr. 262, "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

Legge 7 giugno 1974, Nr. 216.

Legge 7 marzo 1938, Nr. 141.

## NORME COMUNITARIE

Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, *sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading)*.

Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, *relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*.

Direttiva 93/6/CEE del Consiglio, del 15 marzo 1993, *relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi*.

Direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, *relativa all'assicurazione sulla vita*. Abrogata dalla Direttiva 2009/138/CE.

Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda *la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato*.

Direttiva 2003/51/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2003, *che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione*.

Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, *relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*.

Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, *relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*.

Direttiva 2004/109/CE del parlamento europeo e del consiglio del 15 dicembre 2004 *sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato* e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

Direttiva 2006/123/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2006, *relativa ai servizi nel mercato interno*.

Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 *relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*.

Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai *servizi di pagamento nel mercato interno*. Modificata dalla Direttiva (UE) 2015/2366.

Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifica della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, *sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato*.

Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, *relativa ai mercati degli strumenti finanziari* e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda *la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*.

Regolamento (CE) Nr. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla *legge applicabile alle obbligazioni contrattuali*.

Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, *relativo agli abusi di mercato* (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, Art. 7, Co 2.

## NORME STRANIERE

Companies Act 1985.

Companies Act 2006.

Financial Services Act 2012.

Financial Services and Markets Act 2000.

Securities Act 1933.



# GIURISPRUDENZA

## ITALIANA ED EUROPEA

C. App. Milano, Sentenza dell'8 luglio 1997, in Giur.comm., 1998, II, 532.

C. App. Torino, Sentenza 21 febbraio 2013, Nr. 702.

C. Cost, Sentenza del 8 marzo 1983, Nr. 73.

C. Cost., Sentenza del 20 maggio 1976, Nr. 123.

C. Giust. UE, Sentenza del 23 dicembre 2009, C-45/08

Cass. Civile SU, Sentenza del 26 giugno 2007, Nr. 14712.

Cass. Civile, Sentenza del 23 marzo 2011, Nr. 6681.

Cass. Civile, Sentenza del 24 settembre 2008, Nr. 23988.

Cass. Civile, Sentenza del 25 febbraio 2009, Nr. 4587.

Cass. Civile, Sentenza del 3 dicembre 1984, Nr. 6300.

Cass. Civile, Sentenza dell'11 giugno 2010, Nr. 14056.

Cass. Civile, Sentenza dell'8 gennaio 1999, Nr. 97.

Cass. Civile, Sentenza Nr. 1422/1963.

Cass. Civile, Sentenza Nr. 3132/2001.

Cass. Penale, Sentenza del 14 giugno 2006, Nr. 31988.

Cass. Penale, Sentenza del 7 novembre 2008, Nr. 48005.

Trib. Bologna, G.I.P., Sentenza 13 giugno 2011, Nr. 1436.

Trib. Milano, Sentenza del 25 luglio 2008, Nr. 1645.

## INGLESE

*Al-Nakib Investments Ltd v. Longcroft*, 1990, 3 All ER 321.

*Caparo Industries PLC v. Dickman*, 1990, UKHL 2.

*Caparo Industries PLC v. Dickman*, 1989, Q.B. 653.

*Donoghue v. Stevenson*, 1932, A.C. 562.

*Pasley v. Freeman*, 1789, 3 TR 51.

*Possfund Custodian Trustee Ltd v. Diamond*, 2 All ER 774.