
MARKET ABUSE:
L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA E IL MERCATO

Relazione al Convegno Synergia Formazione

"Market Abuse"

Milano, 16 novembre 2009

Avv. Francesco Gianni

Gianni, Origoni, Grippo & Partners

1. Premessa. 2. Definizione di informazione privilegiata e finalità della disciplina; 3. I soggetti obbligati alla comunicazione; 4. L'oggetto dell'obbligo informativo: la "price sensitivity": suoi requisiti; 5. L'investitore ragionevole: gli elementi caratterizzanti di una figura di difficile definizione 6. Il carattere riservato dell'informazione e le ipotesi di ritardo nella divulgazione; 7. Le modifiche al Regolamento Emittenti: nuove modalità di comunicazione delle informazioni price sensitive;

1. Premessa

Come noto, il mercato finanziario si alimenta di informazioni che guidano la domanda e l'offerta determinando ogni variazione dei prezzi dei titoli. Il grado di efficienza del mercato va parametrato proprio sulla quantità, qualità e tempestività delle informazioni rese al mercato e sulla relativa fiducia degli investitori. L'incessante processo teso alla verifica della correttezza delle conoscenze già disseminate tra il pubblico e alla ricerca di nuove informazioni in grado di confermare o smentire le precedenti non può essere lasciato alla discrezionalità degli emittenti, i quali solitamente non hanno interesse al rilascio di notizie negative e talvolta possono anche ritardare la comunicazione di quelle positive allo scopo di trarre profitto da un loro anticipato sfruttamento. È dunque necessario che il legislatore detti una disciplina finalizzata ad assicurare e implementare la trasparenza del mercato, dato che uno dei difetti del capitalismo è proprio la sua totale opacità, *rectius* mancanza di trasparenza.

La direttiva europea c.d. *Market Abuse* (Direttiva 2003/06/Ce) rientra proprio all'interno delle intenzioni sopra esposte, mira cioè a rafforzare la fiducia collettiva sull'integrità dei mercati degli strumenti finanziari.

Oggi, grazie al recepimento della direttiva *Market Abuse* è possibile distinguere tra informazioni periodiche e informazioni occasionali diffuse dagli emittenti, di loro iniziativa o su imposizione della legge o della Consob, informazioni rese dai singoli in merito alla loro attività borsistica, divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato; il tutto corredato da una serie di ulteriori prescrizioni (in tema di istituzione di registri contenenti i nominativi dei soggetti in possesso di informazioni privilegiate, di segnalazione delle operazioni sospette, di collaborazione con l'Autorità di vigilanza) e presidiato da un robusto apparato sanzionatorio.

Il presente contributo si propone di approfondire la nozione di informazione privilegiata, costituente il presupposto degli illeciti di *insider trading* e dell'obbligo di informazione continua posto a carico degli emittenti.

2. Definizione di informazione privilegiata e finalità della disciplina

La disciplina delle informazioni c.d. *price sensitive* rientra nel più ampio ambito di applicazione della disciplina legislativa e regolamentare sull'"informazione societaria", prevista dagli artt. 113 e seguenti del D.lgs. 58/98, Testo Unico della Finanza (di seguito, "**TUF**"), nonché dalle norme regolamentari di attuazione di cui agli artt. 65 e seguenti della delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (di seguito, "**Regolamento Emittenti**").

Giova preliminarmente osservare che con la locuzione "*informazione societaria*" si è soliti definire l'insieme degli adempimenti informativi e dei comportamenti che l'ordinamento settoriale del mercato mobiliare pone a carico degli emittenti. Si tratta di un complesso di disposizioni che hanno l'obiettivo di tracciare flussi informativi e di dettare regole comportamentali al cui adempimento l'emittente è tenuto al fine di non incorrere nel regime sanzionatorio posto a tutela del mercato. Tali flussi informativi possono essere diretti **(i)** al "*pubblico*", ai sensi dell'art. 114 del TUF o **(ii)** all'"*organismo di vigilanza*", ossia la Consob, ai sensi dell'art. 115 del TUF. *Ratio* e fine ultimo dell'intero sistema informativo previsto per gli emittenti può essere

rintracciato nell'esigenza di trasparenza ed efficienza del mercato, che come detto permea di sé l'intero sistema mobiliare.

Una parte consistente della disciplina relativa all'informazione societaria è riservata alle *"informazioni privilegiate"*, definite nella teoria dei mercati finanziari come fatti *"price sensitive"*. La relativa disciplina è contenuta nella Parte IV, Titolo III, del TUF, il cui Capo I è dedicato genericamente all'*"Informazione societaria"*. In particolare, l'art. 114 del TUF impone agli emittenti quotati ed ai soggetti che li controllano di comunicare al pubblico, senza indugio, le *"informazioni privilegiate"* di cui all'art. 181 del TUF. Ai sensi di tale ultimo articolo:

"per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari."

L'art. 114 del TUF impone, pertanto, in capo agli emittenti un *"obbligo di disclosure"* in relazione alle informazioni privilegiate concernenti, direttamente o indirettamente, l'emittente stesso. Ad integrazione e completamento della disciplina legislativa, l'art. 66 del Regolamento Emittenti prevede le modalità attraverso le quali gli emittenti potranno adempiere al suddetto obbligo di *disclosure*. In particolare:

*"Gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del Testo Unico sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio mediante apposito comunicato **diffuso con le modalità indicate nel Capo I**".*

Giova anticipare, in questa sede, che la dizione *"diffuso con le modalità indicate nel Capo I"* è stata da ultimo inserita a seguito della modifica al Regolamento Emittenti intervenuta con delibera Consob, 1 aprile 2009, n. 16850. Con la suddetta delibera la Consob ha completato, a livello secondario, l'allineamento della normativa italiana alle previsioni della Direttiva 2004/109/CE, c.d. Direttiva *Transparency* (di seguito, **"Direttiva Transparency"**). Per un'analisi dettagliata delle novità introdotte, si rinvia al prosieguo della trattazione.

Una valutazione completa della disciplina delle informazioni privilegiate, non può prescindere dalla considerazione di quali siano gli scopi che il legislatore ha perseguito nello stabilire il suddetto obbligo di *disclosure*.

Sebbene non sia questa la sede adatta per soffermarsi su una dettagliata analisi degli elementi costitutivi la fattispecie di informazione privilegiata - per la quale si rinvia al prosieguo della trattazione - al fine di individuare la *ratio* sottesa alla disciplina in oggetto, pare opportuno quantomeno definire sinteticamente le informazioni privilegiate. Con tale espressione si è soliti riferirsi ad eventi che si verificano nella sfera di attività degli emittenti quotati e in quella delle società controllate, e che si caratterizzano per essere non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

La disciplina che impone l'obbligo di comunicare al mercato le suddette informazioni privilegiate assolve a due specifiche funzioni, diverse e complementari tra loro.

Da un lato, c'è l'obiettivo di una maggiore efficienza informativa che si risolve in un'efficienza del mercato, con la comunicazione di informazioni chiare e precise per orientare correttamente le scelte di investimento. A tal riguardo, giova preliminarmente osservare che lo stretto collegamento dell'informazione societaria con l'andamento del mercato mobiliare ha, infatti, portato nel tempo il legislatore ad intensificare la mole dei flussi di notizie rivolte al pubblico degli investitori. Ad oggi, quindi, l'attuale disciplina delle informazioni privilegiate persegue, in prima istanza, il duplice scopo di tutelare sia il mercato sia gli investitori. Un'adeguata conoscenza delle vicende riguardanti l'emittente quotato, infatti, permette agli investitori di effettuare scelte consapevoli in relazione alle operazioni da compiere sugli strumenti finanziari. La diffusione pubblica delle informazioni privilegiate, inoltre, assicurando un trasparente e corretto formarsi dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati, garantisce l'efficienza del mercato stesso.

Tale disciplina dei flussi informativi persegue, altresì, un ulteriore interesse, subordinato a quello generale di trasparenza ed efficienza del mercato sopra illustrato, e di cui sono portatori gli stessi emittenti, ossia l'interesse a rendere maggiormente appetibili i propri strumenti finanziari, in quanto privi di quel elemento aggiuntivo di rischio che è l'insufficiente informazione. Proprio tale interesse si collega alla disciplina sull'uso patologico e distorto dell'informazione societaria.

Tale ultima considerazione offre lo spunto per evidenziare lo stretto legame esistente tra la disciplina sulle informazioni privilegiate e la repressione dell'abuso di dette informazioni. L'obbligo di *disclosure*, infatti, se da un lato tutela il mercato e gli investitori, dall'altro evita che taluni operatori traggano vantaggio da informazioni *price sensitive* attraverso il loro abusivo utilizzo, al fine di compiere operazioni speculative sui mercati a danno degli investitori.

A tal riguardo, è opportuno osservare che il concetto di informazione *price sensitive*, nel nostro ordinamento, rileva sotto un duplice profilo. La stessa definizione di informazione privilegiata, infatti, viene utilizzata da un lato **(i)** quale presupposto per l'adempimento dell'obbligo di comunicazione al pubblico, così come previsto dall'art. 114 del TUF; dall'altro lato **(ii)** per la descrizione del presupposto oggettivo del reato di "abuso di informazioni privilegiate" (c.d. *insider trading*), così come disciplinato dall'art. 184 del TUF.

Il rapporto interdisciplinare tra la normativa sull'*insider trading* e l'informazione privilegiata è sempre stato molto stringente. L'informazione sui fatti rilevanti nasce, infatti, proprio con la normativa relativa all'*insider trading* ed alla manipolazione del mercato. In una situazione di asimmetria informativa ineliminabile nel mercato ed in presenza di soggetti che, in ragione della loro posizione, hanno accesso privilegiato ed anticipato alle informazioni, il legislatore, tramite l'imposizione di stringenti obblighi informativi, ha cercato, dunque, di evitare la dimensione patologica della conoscenza delle suddette informazioni privilegiate e di stabilire, per quanto possibile, una situazione di pari opportunità, impedendo lo sfruttamento delle suddette informazioni, fin tanto che non siano rese note al pubblico. In tale prospettiva, la disciplina sull'informazione privilegiata si pone in una fase antecedente a quella sull'*insider trading*, assumendo connotati di prevenzione della condotta criminale. Imporre, infatti, un dettagliato regime di pubblicità preventiva di fatti e operazioni che possono influenzare i prezzi degli strumenti finanziari significa eliminare, almeno in parte, le condizioni per lo sfruttamento abusivo delle informazioni privilegiate.

Tuttavia giova osservare che sebbene la disciplina relativa all'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate e all'*insider trading* siano strettamente connesse, esse non sembrano del tutto allineate e coordinate. In particolare, nonostante che per entrambe le fattispecie la definizione di "informazione privilegiata" venga offerta dall'art. 181, comma 1 del TUF, le due nozioni non sono del tutto coincidenti almeno sotto l'aspetto della funzione perseguita nei rispettivi contesti normativi.

Nella fattispecie relativa all'adempimento degli obblighi informativi, infatti, cui l'intento perseguito è di tipo preventivo, la rilevanza dell'informazione privilegiata viene limitata dall'art. 114 del TUF a quelle notizie che riguardano "direttamente" gli emittenti quotati e le società controllate,

"vale a dire che sono a essi giuridicamente riferibili, in quanto relative a circostanze o eventi per i quali si sia concluso il relativo iter accertativo o decisionale secondo le regole di governance di natura legale o organizzativa interna applicabile agli emittenti stessi, ovvero informazioni privilegiate che, riguardando direttamente gli emittenti stessi, sono ad essi comunicate da parte di terzi".¹

Sul punto l'art. 66 del Regolamento Emittenti precisa che gli obblighi di comunicazione ex art. 114 del TUF si considerano ottemperati:

"quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio".

Il riferimento, quindi, è alla sostanza degli eventi e delle circostanze, in relazione ai quali è necessario che si siano concretamente verificati, a prescindere da una loro formale ufficializzazione, perché sorga in tutta la sua forza vincolante l'obbligo di *disclosure*. A titolo di mero esempio, si ritiene che possa integrare una fattispecie non ancora formalizzata da comunicare, un'operazione di acquisizione o cessione, compiutamente definita nei contenuti, senza riserva di trattative ulteriori, benché sottoposta alla condizione sospensiva della ratifica da parte dell'organo societario competente dell'emittente quotato.

Di contro, nella fattispecie relativa all'identificazione del concetto di informazione privilegiata nell'*insider trading*, in cui viene invece perseguito un intento repressivo, non è prevista una restrizione paragonabile a quanto stabilito nel caso di notizie rilevanti ai fini dell'obbligo di *disclosure*. In tale ipotesi, la norma si apre alla rilevanza delle relazioni anche indirette tra le notizie e gli emittenti. Il contenuto precettivo degli artt. 184 e 187-bis del TUF, ponendosi l'obiettivo di prevenire e limitare lo sfruttamento illecito di informazioni prima che queste siano rese pubbliche, porta ad un ampliamento della nozione rilevante di informazioni privilegiate. Al fine di meglio comprendere la differenza che intercorre tra il concetto di informazione privilegiata ex art. 114 ed ex art. 181 del TUF si pensi al quinto comma del citato articolo 181 del TUF il

¹ Così Consob, con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006.

quale fa rientrare nell'orbita dell'*insider trading* il comportamento dei *brokers* incaricati dell'esecuzione di un ordine, comportamento che la legge non assoggetta, però all'obbligo di comunicazione al pubblico.

Ulteriore elemento di differenziazione tra il concetto di informazione privilegiata ai sensi, rispettivamente, dell'art. 114 e dell'art. 184 del TUF si rinviene nel momento in cui l'informazione assume rilievo giuridico. I precedenti rilevano, infatti, che non sempre un'informazione il cui uso potrebbe essere penalmente rilevante è anche già maturata ai fini degli obblighi informativi. Conforta tale rilievo anche il dato normativo. Avendo riguardo a quanto prescritto dall'art. 114, comma 4 del TUF, infatti, si evidenzia che il legislatore ha ammesso, in via eccezionale e in presenza di determinate condizioni, la possibilità di una circolazione selettiva dell'informazione privilegiata. Ne deriva che, nonostante l'informazione privilegiata si sia perfezionata in tutti i suoi presupposti, non è soggetta all'obbligo di comunicazione al pubblico sin tanto che non si siano verificati determinati eventi. Ciò non esclude tuttavia che una tale notizia possa essere oggetto di comportamenti abusivi, penalmente rilevanti, da parte di chi la detiene o ne venga a conoscenza. Potrebbe verificarsi pertanto una asincronia temporale tra momento in cui la medesima informazione, caratterizzata da tutti gli elementi che le attribuiscono la natura di informazione privilegiata, è già perfetta per costituire il presupposto del reato di *insider trading*, ma non ancora per il sorgere dell'obbligo di *disclosure*.

Questa particolare asincronia stimola e rende necessario il coordinamento della disciplina dell'informazione societaria in generale con le regole di *governance* che disciplinano l'attività delle società emittenti. A tal fine potrebbe essere utile definire in maniera rigorosa procedure ed accorgimenti idonei a garantire la riservatezza delle informazioni societarie privilegiate fino al momento dell'assunzione della decisione finale, che farebbe scattare l'obbligo di *disclosure*. Nella stessa direzione, dall'auspicato coordinamento dovrebbe conseguire anche una maggiore cura nei rapporti con i consulenti esterni, spesso a contatto con informazioni *price sensitive*, per escludere quanto più possibile il rischio di "fuga", e diversamente, quando l'emittente non è in grado di mantenere la riservatezza di queste informazioni, ottemperare tempestivamente all'obbligo di comunicazione al pubblico.

3. I soggetti obbligati alla comunicazione

Prima di addentrarci nell'ambito del contenuto delle norme che impongono gli obblighi di comunicazione, è utile definirne l'ambito soggettivo di applicazione. L'art. 114 del TUF identifica quali soggetti destinatari dell'obbligo di *disclosure* **(i)** gli emittenti quotati; ed **(ii)** i soggetti che li controllano.

In relazione al punto sub **(i)**, la nozione di emittenti quotati è definita dal TUF nell'art. 1, comma 1, lett. W) e comprende tutti i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati. Tuttavia, il comma 12 dell'articolo 114 del TUF amplia la portata soggettiva della medesima norma, prevedendo che siano soggetti all'obbligo di *disclosure* anche 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 previsione è importante in quanto di fatto fa sorgere l'obbligo di comunicazione al pubblico fin dal momento in cui è stata presentata la domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato. In tal modo il legislatore ha voluto ampliare l'ambito di applicazione della disciplina in oggetto esigendo che le condizioni di trasparenza vengano rispettate già nel corso del procedimento che porta alla quotazione in borsa e prescindendo anche da un eventuale esito negativo, come nel caso in cui la società di gestione neghi la quotazione degli strumenti finanziari interessati. In quest'ultimo caso si avrà che la disciplina dell'art. 114 del TUF troverà applicazione solo per il periodo di tempo coincidente con l'*iter* di ammissione alle negoziazioni, inclusa l'eventuale appendice del contenzioso instaurato a seguito del ricorso avverso il provvedimento negativo da parte della società di gestione del mercato.

Un'ulteriore estensione soggettiva dell'ambito di applicazione dell'obbligo di comunicazione al pubblico è prevista dall'art. 116 del TUF, ai sensi del quale sono soggetti all'obbligo di *disclosure* anche gli emittenti non quotati che hanno emesso strumenti finanziari *“diffusi fra il pubblico in maniera rilevante”*. Il medesimo articolo rimanda poi alla potestà regolamentare della Consob per la determinazione dei criteri per l'individuazione di questi soggetti emittenti, nonché per esonerare dagli obblighi di comunicazione gli emittenti i cui strumenti finanziari siano quotati in altri mercati dell'Unione Europea o in paesi extracomunitari, per effetto degli obblighi informativi ivi imposti che potrebbero, in presenza di determinate condizioni o presupposti, essere considerati sufficienti anche ai fini degli adempimenti previsti dal nostro ordinamento.

La nozione di emittenti non quotati, ma che hanno emesso strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante è prevista dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, che opera la seguente distinzione: **(i)** nel caso di soggetti emittenti azioni, quest'ultimi devono avere azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200, che detengano complessivamente almeno il 5% del capitale sociale; **(ii)** nel caso di soggetti emittenti obbligazioni, quest'ultimi devono avere un numero di obbligazionisti superiore a 200 e un patrimonio netto non inferiore a 5 milioni di euro. Accanto a questi criteri di carattere quantitativo, per la definizione della diffusione tra il pubblico in maniera rilevante, la norma, limitatamente però alle azioni, ne prevede altri di natura qualitativa, al fine di verificare che l'emittente abbia effettivamente fatto ricorso al mercato dei capitali. Rientrano in tali criteri le ipotesi in cui le azioni: **(i)** abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o il corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; **(ii)** siano state oggetto di un collocamento; **(iii)** siano state negoziate su sistemi di scambio organizzati con il consenso dell'emittente e del socio di controllo; ovvero **(iv)** siano emesse da banche e acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Grazie alla norma contenuta nell'art. 116 del TUF, e in piena sintonia con la nuova prospettiva che vuole equiparare le società emittenti quotate e gli emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, il TUF scollega definitivamente il sorgere degli obblighi di *disclosure* dal fatto che gli emittenti siano o meno quotati, sottolineando per converso, come il fondamento della disciplina sull'informazione societaria si rintracci nell'attitudine di uno strumento finanziario di circolare presso un numero sufficientemente ampio di soggetti.

L'obbligo verso il pubblico di effettuare comunicazioni aventi ad oggetto fatti rilevanti, inoltre, grava anche su chi esercita il controllo degli emittenti quotati. La nozione di controllo rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 114 del TUF è quella prevista dall'art. 93 del medesimo testo normativo, nozione più ampia di quella prevista dal codice civile. In particolare, ai sensi dell'art. 93 del TUF sono considerate imprese controllate, tenuto conto anche dei diritti eventualmente esercitati per il tramite di fiduciari o interposte persone o spettanti a controllate: **(i)** le imprese indicate nell'art. 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile²; **(ii)** le imprese, sia italiane od estere, sulle quali un soggetto ha un'influenza dominante, in virtù di un contratto o clausola statutaria, sempre che questi siano validi secondo la legge applicabile; e **(iii)** le imprese, italiane od

² Ai sensi dell'art. 2359 c.c. "Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria."

estere, sulle quali un socio, anche in virtù di sindacati di voto, dispone da solo dei voti sufficienti ad avere influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

Da quanto detto, può desumersi che la disciplina dell'informazione su fatti *price sensitive* trova margini di applicazione anche nella fattispecie dei gruppi societari, laddove una delle società del gruppo sia un emittente quotato. In particolare, nelle realtà di gruppo gli obblighi *disclosure* sorgono ogni qualvolta nella sfera di attività di uno dei soggetti facenti parte del gruppo stesso si verifichi un fatto che sia in grado di incidere sensibilmente sull'andamento degli strumenti finanziari riferibili all'emittente quotato.

Al fine dell'adempimento degli obblighi di *disclosure*, l'art. 114, comma 2 del TUF, inoltre, prevede che, all'interno delle dinamiche relazionali endosocietarie, l'emittente debba impartire tutte le disposizioni occorrenti "...*affinché le società controllate forniscano...*", tempestivamente, "...*tutte le notizie necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge.*" Giova osservare che la disposizione sopra menzionata si riferisce testualmente solo agli emittenti quotati, come se la norma in oggetto trovasse applicazione solo nel caso in cui la *holding* fosse la società quotata. Si è posto pertanto il problema di stabilire, nell'ipotesi in cui una società quotata fosse parte di un gruppo la cui *holding* non fosse a sua volta quotata, se quest'ultima abbia o meno il potere di richiedere direttamente le suddette informazioni a tutte le società del gruppo. Tuttavia data la *ratio* della disciplina dell'informazioni *price sensitive* si può concordare con quanti, interpretando estensivamente la norma in oggetto, ritengono possibile riconoscere tale potere anche a chi, pur non essendo quotato, controlli la società quotata ed altre società facenti parte di un unico gruppo.

Sempre in relazione ai gruppi societari ed alle informazioni che le società appartenenti al gruppo sono tenute a fornire, si osserva che da un punto di vista formale si pone l'ulteriore problema dell'individuazione del soggetto responsabile dell'adempimento degli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114 del TUF. In alcuni casi, infatti, i suddetti obblighi informativi si potrebbero manifestare contemporaneamente sia per l'emittente quotato sia per il soggetto in rapporto di controllo con questo. Sembra ragionevole aderire alla tesi secondo la quale qualora tale obbligo venga adempiuto da un soggetto facente parte del gruppo, il suddetto adempimento abbia efficacia liberatoria verso gli altri soggetti obbligati e ciò al fine di evitare inutili duplicazioni. A tal riguardo si osserva che già da tempo la dottrina che si era interrogata sul punto, aveva chiarito il dubbio relativo al caso in cui potenzialmente più soggetti fossero tenuti all'adempimento,

individuando l'obbligato in via principale in chi per primo fosse venuto a conoscenza del fatto *price sensitive*. Di conseguenza, la comunicazione effettuata da quest'ultimo era considerata sufficiente ad escludere ulteriori profili obbligatori ed eventualmente sanzionatori, per le altre società del gruppo. Il fondamento di tale tesi si rinviene in uno degli elementi integranti la fattispecie di *price sensitive*, ossia il fatto che l'informazione non fosse di pubblico dominio. Partendo da tale presupposto, ne conseguiva che, nel caso in cui anche uno solo dei soggetti obbligati avesse adempiuto in modo corretto all'obbligo di *disclosure*, gli altri sarebbero stati esonerati dai suddetti obblighi essendo venuto meno uno dei presupposti di applicazione della disciplina relativa alle informazioni privilegiate, ossia la riservatezza dell'informazione stessa.

La Consob, da ultimo, con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha aderito a tale tesi precisando che “*se le circostanze o eventi rilevanti sono portate a conoscenza del mercato dall'emittente quotato, la società che controlla quest'ultimo non è tenuta ad alcun obbligo di informazione del pubblico*”. Sempre nella citata comunicazione, si rileva, inoltre, la possibilità, qualora vi siano fatti rilevanti che interessino controllante e controllato, di effettuare una comunicazione congiunta quando entrambi i soggetti interessati siano emittenti di strumenti finanziari quotati.

4. L'oggetto dell'obbligo informativo: suoi requisiti

L'art. 181 del TUF offre una definizione attenta e dettagliata di cosa si debba intendere per informazione *price sensitive*. In particolare, tale articolo offre lo spunto per individuare gli elementi costitutivi che qualificano come privilegiata un'informazione. Tali elementi sono: **(i)** il carattere preciso; **(ii)** il fatto di non essere stata resa pubblica; **(iii)** il riguardare, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari, ovvero uno o più emittenti di questi strumenti finanziari; ed infine **(iv)** l'attitudine, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi.

Giova preliminarmente notare che l'articolo in oggetto non indica espressamente, da un punto di vista tipologico, quali informazioni possano dirsi privilegiate, né diversamente si è orientata la disciplina regolamentare. Il testo della legge, infatti, si limita ad individuare quelli che sono i caratteri essenziali che un'informazione deve avere perchè possa definirsi come privilegiata, lasciando spazio poi all'interprete la valutazione caso per caso. Perchè sorga l'obbligo di *disclosure*, dunque, è sempre necessario un giudizio a

monte da parte dei soggetti tenuti all'adempimento sulla presenza o meno dei presupposti di applicazione dell'obbligo stesso.

Passando alla disamina dei singoli elementi costitutivi la fattispecie di informazioni *price sensitive* si rileva che queste si caratterizzano per il fatto: **(i)** di non essere di pubblico dominio e **(ii)** di essere in grado di influenzare in maniera sensibile il prezzo degli strumenti finanziari, ove rese pubbliche, a causa dell'esistenza di un nesso di causalità, se pur solamente a livello potenziale, tra la diffusione della informazione e la variazione del prezzo.

La nozione di informazione *price sensitive* è, inoltre, delimitata dal criterio soggettivo del verificarsi del fatto stesso nella sfera di attività dei soggetti obbligati e delle società ad essi legate da fenomeni di gruppo. Pertanto non ogni fatto di per sé idoneo ad influenzare la formazione dei prezzi deve essere reso noto al pubblico, ma solo quelle circostanze che accadono in un ambito soggettivo ben delineato, che è la sfera di attività dell'obbligato.

Perché una informazione sia definita *price sensitive* inoltre deve avere “**carattere preciso**”. Tale nozione, è puntualizzata dal comma 3 dell'art 181 del TUF, il quale stabilisce che l'informazione si ritiene di carattere preciso se è relativa ad un “complesso di circostanze esistenti”, ad un “evento verificatosi”, ovvero ad un complesso di circostanze o ad un evento che, rispettivamente, si possa prevedere che verranno ad esistenza o si verificheranno. Con tale puntualizzazione, il legislatore ha inteso attribuire rilevanza anche al processo di formazione dell'informazione privilegiata, nella consapevolezza che l'informazione societaria non nasce direttamente come privilegiata, ma assume questa qualifica soltanto dopo aver attraversato le varie fasi di un processo dinamico di stratificazione degli elementi e dei presupposti richiesti dalla definizione normativa. La giustificazione della necessità di estendere l'applicazione dell'obbligo di informativa anche ad eventi e circostanze non ancora certi si rinviene, dunque, nella particolarità delle informazioni societarie di assumere significatività (per le aspettative che generano, per l'influenza sui prezzi degli strumenti finanziari collegati, etc.) anche quando non sono ancora perfettamente definite.

Inoltre, sempre seguendo il dettato normativo, è da ritenersi sufficientemente precisa l'informazione che permetta di trarre conclusioni sui possibili effetti che quel complesso di circostanze o quell'evento potrebbero avere sui prezzi degli strumenti finanziari: ciò consente di distinguere un'informazione dal contenuto

specifico dalle voci o dalle notizie generiche (c.d. *rumors*). Il riferimento a circostanze esistenti o ad un evento realizzatosi, quali fenomeni oggettivamente accertabili, o almeno ragionevolmente prevedibili, non lascia spazio ad accadimenti futuri ed incerti, che, pertanto, non possono in alcun modo concorrere a configurare fattispecie tipiche di informazioni privilegiate.

Relativamente ai c.d. *rumors* la Consob, con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha rilevato che in presenza di notizie divenute di pubblico dominio, non diffuse secondo l'art. 66 del Regolamento Emittenti, concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria, nonché operazioni di finanza straordinaria degli emittenti e, ove rilevante, delle società da essi controllate ovvero l'andamento dei loro affari, il comma 4 del suddetto articolo impone l'obbligo di informare il pubblico circa la veridicità di tali notizie, quando il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente. A tal riguardo, si precisa che detto obbligo, a differenza di quello concernente la comunicazione degli eventi oggetto di *disclosure ex art. 114 del TUF*, non sorge in base all'idoneità *ex ante* della notizia ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, bensì a seguito di un'alterazione del prezzo da valutarsi a posteriori. Per completezza si evidenzia che in relazione alle condizioni in presenza delle quali detta variazione dei prezzi è rilevante, si ritiene che non sussista uno scostamento rilevante nell'ipotesi in cui le variazioni del prezzo dei titoli quotati risultino in linea con l'andamento del mercato o del settore di appartenenza, ancorché esse comportino un sensibile scostamento dall'ultimo prezzo del giorno precedente.

Altro elemento caratteristico dell'informazione *price sensitive* è che quest'ultima non sia stata ancora resa pubblica. Secondo l'opinione prevalente l'espressione alluderebbe senz'altro all'adempimento degli obblighi di pubblicità e informazione imposti dagli artt. 114 e ss. del TUF. Tuttavia, il requisito della pubblicità, ai fini dell'individuazione della natura privilegiata di un'informazione societaria, può intendersi pienamente soddisfatto anche da una diffusione che, in qualsiasi altra maniera, sia conosciuta o conoscibile da tutti. Elemento essenziale perché un'informazione possa dirsi divenuta pubblica è rappresentato dal fatto che la sua circolazione non sia ristretta ad una cerchia limitata di operatori, come accade ad esempio in occasione della comunicazione di notizie durante gli incontri con agenzie di *rating*, intermediari ed investitori istituzionali, rispetto alla quale non può parlarsi di vera e propria pubblicità.

L'oggetto dell'informazione, poi, deve riguardare uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. L'inciso "**direttamente o indirettamente**" di cui all'art. 181, comma 1 del TUF, allarga certamente

il campo di applicazione della fattispecie normativa e comporta la rilevanza di tutte le informazioni che si mostrino connesse in un modo o nell'altro agli emittenti stessi. Tale indeterminatezza definitiva, tuttavia, nuoce alquanto alla puntuale capacità descrittiva riscontrabile nell'impianto complessivo della norma: data l'ampiezza del dato normativo, infatti, le informazioni idonee a far sorgere l'obbligo di comunicazione, potranno concernere eventi politici, ambientali, economici, sociali che comunque influenzano l'attività o la struttura dell'emittente; oppure il settore o il mercato in cui esso opera, come anche un qualsiasi altro fenomeno di carattere macroeconomico.

Rientrano in questa nozione, quindi, da un lato certamente le *corporate information*, cioè le notizie generate all'interno dell'emittente e attinenti all'organizzazione interna dell'organismo, come ad esempio quelle relative alla sua situazione patrimoniale, finanziaria e gestionale, al suo assetto sociale, ai cambiamenti che interessano il *management*, all'andamento dei loro affari, o alla conclusione di accordi di *partnership* strategici per il *business* e lo sviluppo dell'impresa. Queste notizie, anzi, possono essere considerate privilegiate per definizione.

Data l'ampiezza della formulazione dell'articolo, però, non sembrano poter essere escluse dal suo campo di applicazione nemmeno le *market information*. Con ciò si vuol far riferimento a tutte quelle notizie che, pur non riguardando direttamente un organismo societario, bensì il mercato in cui lo stesso svolge la propria tipica attività, finiscono con il riflettersi ugualmente sull'organismo stesso o, almeno, sugli strumenti finanziari che questo ha emesso. Ciò è evidentemente determinato dalle intuibili connessioni tra emittente e mercato di riferimento, come può accadere, per esempio, in occasione dell'adozione di provvedimenti legislativi o amministrativi che riguardano alcuni aspetti dell'attività dell'emittente, ovvero direttamente incidenti su una certa tipologia di strumenti finanziari.

Ulteriore elemento integrante la fattispecie di informazione privilegiata è l'idoneità della notizia ad influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari dell'emittente. In particolare, l'art. 181, comma 4 del TUF precisa che:

"Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento".

Ai sensi del comma 4 dell'articolo in commento, pertanto, l'elemento essenziale integrante la fattispecie di informazione *price sensitive*, non è rappresentato semplicemente dal fatto che la pubblicità dell'informazione possa alterare i prezzi degli strumenti finanziari, ma dalla possibilità di influenzarli in maniera *sensibile*, c.d. *price sensibility*. In ragione di ciò, la notizia deve avere una rilevanza tale da indurre un investitore ragionevole ad utilizzare tale informazione “*come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.*” In tale ottica, sia quando rileva come oggetto del reato di *insider trading*, sia quando si pone come presupposto degli obblighi di *disclosure*, l'informazione privilegiata viene valutata in relazione alla sua potenzialità alterativa delle quotazioni degli strumenti finanziari, sulla base di un giudizio prognostico *ex ante*. Il concetto di “sensibilità” dell'alterazione assume, in tale cotesto, contorni assai elastici, in considerazione anche delle innumerevoli variabili che da sole, o congiuntamente ad altre, sono in grado di determinare “*sensibili*” alterazioni del prezzo di uno strumento finanziario.

Da quanto detto emerge che l'indagine compiuta al fine di valutare la sensibilità di una informazione ad incidere sui prezzi degli strumenti finanziari, non dovrà tanto preoccuparsi di quantificare solo l'impatto quantitativo della notizia sui prezzi, quanto piuttosto individuare l'incidenza di tale informazione sul processo decisionale di un investitore ragionevole. In altri termini, il metodo del giudizio prognostico costringe ad un ribaltamento dell'impostazione dell'indagine ricostruttiva. Rileva, infatti, non già l'effettiva incidenza dell'informazione privilegiata sui prezzi dei valori mobiliari, circostanza per altro determinabile solo all'atto della realizzazione degli eventi, ma il condizionamento sulla decisione di investimento dell'investitore ragionevole, a prescindere poi dal fatto che il prezzo degli strumenti finanziari in oggetto abbiano subito effettivamente una variazione o meno.

Da quanto finora detto emerge chiaramente che le informazioni *price sensitive* possono manifestarsi nella maniera più disparata.

Al fine della individuazione concreta di quelle informazioni che possono integrare la nozione di informazione privilegiata, appare opportuno ed interessante, a questo punto della trattazione richiamare la “*Guida per l'informazione al mercato*”, documento di indirizzo prodotto in seno al *Forum* sull'informativa societaria e sostenuto, tra le altre istituzioni, anche da Borsa Italiana nella sua veste di regolatore e di vigilante del mercato. Esso, seppur risalente al giugno 2002, mantiene la sua attualità in ordine alla definizione delle

informazioni *price sensitive*. In particolare il 3° punto del 2° principio della suddetta guida, denominato "Informazioni idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari quotati" elenca una serie di eventi che potrebbero configurarsi come rilevanti e quindi *price sensitive*, in relazione alla loro natura e dimensioni. Ai sensi del suddetto principio potrebbero essere considerate informazioni privilegiate, "a titolo esemplificativo, ma non esaustivo":

- 1) *ingresso in, o ritiro da, un settore di business;*
- 2) *dimissioni o nomina di consiglieri d'amministrazione o di sindaci;*
- 3) *acquisto o 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 di misura tale da intaccare in modo rilevante il patrimonio netto;*
- 9) *operazioni di fusione o scissione;*
- 10) *conclusione, modifica o 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.*

In ogni caso sono da considerare eventi rilevanti il rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo ovvero la dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio."

Sempre nell'ottica di cercare di individuare fattispecie concrete di informazioni *price sensitive*, si evidenzia, inoltre, che tra le suddette informazioni possono annoverarsi quelle indicate dall'art. 66, comma 3 del Regolamento Emittenti. Ai sensi del suddetto articolo gli emittenti informano il pubblico, con le modalità ivi previste:

- 1) *“delle proprie situazioni contabili destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nel bilancio semestrale abbreviato, nonché delle informazioni e delle situazioni contabili qualora siano destinate ad essere riportate nei resoconti intermedi di gestione, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni, salvo che i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza e la comunicazione sia effettuata in applicazione di obblighi normativi, ovvero non appena abbiano acquisito un sufficiente grado di certezza;*
- 2) *delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, il bilancio semestrale abbreviato e i resoconti intermedi di gestione.”*

Da quanto sopra esposto, appare indubbio, al di là di ogni possibile e legittimo tentativo di inquadramento in categorie omogenee, che l'apprezzamento in merito alla rilevanza di ogni singolo evento non può che avvenire caso per caso, avendo riguardo ad ogni elemento che in combinazione con altri particolari può condurre a valutare la *price sensitivity* di un'informazione societaria. Spetta, pertanto, all'interprete verificare l'idoneità di un fatto ad integrare la fattispecie di informazione *price sensitive*. A tal riguardo, si osserva che la Consob si è espressa con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, raccomandando agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano di compiere tali valutazioni secondo criteri idonei a garantire la massima trasparenza. In particolare, la Consob ha precisato che quando sussistano ragionevoli dubbi circa l'effettiva idoneità delle citate informazioni ad influenzare sensibilmente l'andamento delle quotazioni, gli emittenti ed i soggetti che li controllano debbano, in presenza degli altri elementi caratterizzanti l'informazione da comunicare, provvedere senza indugio ad informare il pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del Regolamento Emittenti, assicurando in ogni caso che l'informazione sia sufficientemente completa da consentire di valutare adeguatamente l'effettiva influenza della notizia sul prezzo degli strumenti finanziari.

Per completezza, infine, è utile soffermarsi anche sulla previsione di cui all'ultimo comma dell'art. 114 del TUF, facente riferimento ai soggetti italiani ed esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani. Anche in tal caso, appare opportuno, infatti, individuare le informazioni *price sensitive* che devono essere comunicate al pubblico al fine di adempiere agli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114 del TUF. L'aspetto preminente è costituito dalla valutazione della significatività delle notizie in relazione al loro effetto potenziale sui prezzi,

tenuto conto che non si dispone di una serie di quotazioni ufficiali, determinate su mercati regolamentati, che possono fornire un contributo nell'ambito di tale analisi. Nella fase precedente l'ammissione alle negoziazioni, si ritiene che l'individuazione della tipologia delle informazioni da comunicare debba essere effettuata da parte dell'emittente sulla base di una valutazione autonoma ed *ex ante* del potenziale effetto sui prezzi, tenendo conto, tra l'altro, anche di indiretti indicatori di prezzo che possano concorrere a tale astratta misurazione. A questo fine adeguati elementi da prendere in considerazione potrebbero essere le modalità di determinazione del prezzo, indicate nel prospetto pubblicato per l'offerta, l'andamento dei prezzi rilevati nell'ambito degli eventuali scambi effettuati al di fuori di mercati regolamentati, anche nella forma del c.d. *grey market*³, sugli strumenti finanziari in questione, nonché altri equivalenti parametri che consentano di realizzare un'adeguata misurazione del citato effetto sui prezzi. Qualora l'analisi effettuata dall'emittente, prendendo in considerazione anche tali parametri, porti all'individuazione di potenziali sensibili effetti sui prezzi, l'informazione privilegiata dovrà essere comunicata al pubblico.

È da tener sempre presente - come più volte detto - che la tipizzazione della definizione di informazioni privilegiate si scontra con la sua intrinseca dinamicità: ogni conoscenza si aggiorna e si modifica continuamente in funzione dei dati che ad essa si aggiungono per confermarla o per smentirla, con la conseguente difficoltà di fornirne una definizione conforme al principio di determinatezza. Più specificamente, oltre le informazioni provviste di un valore autonomo e compiuto, la cui valenza chiunque può comprendere, nel mercato finanziario frequentemente assumono rilievo fatti il cui grado di verifica in termini di possibilità o probabilità risulta diversamente valutabile a seconda delle conoscenze personali di cui il singolo dispone, ovvero singoli tasselli che si aggiungono ad un mosaico di fatti già noti e idonei - in virtù delle informazioni detenute da chi ne perviene in possesso - a trasformare una notizia apparentemente neutra o irrilevante in una privilegiata.

5. L'investitore ragionevole: gli elementi caratterizzanti di una figura di difficile definizione

Come detto, il quarto comma dell'art. 181 TUF precisa che per informazione privilegiata debba intendersi *"un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento"*.

³ Con l'espressione "*grey market*" (mercato grigio) si fa riferimento all'insieme delle negoziazioni su un determinato titolo che avvengono prima della sua effettiva emissione.

Alcune perplessità suscita la definizione del concetto di investitore ragionevole, derivato sostanzialmente dalla giurisprudenza statunitense, secondo cui un'informazione può considerarsi "*material*" se ricorre una "*sostanziale probabilità che la comunicazione del fatto omesso sarebbe stata considerata da un ragionevole investitore come idonea ad alterare significativamente il "total mix" dell'informazione resa disponibile*"⁴.

L'indeterminatezza della figura del *reasonable investor* si spiega anche alla luce del fatto che nei sistemi di *common law* la concretizzazione di tale figura è rimessa alla valutazione del giudice e, pertanto, all'interno di tale nozione possono trovare riconoscimento tutte le categorie di investitori (a breve e a lungo termine, prudenti o inclini al rischio, *price-function trader* e *time-function trader*, occasionali e professionali, individuali e istituzionali, interessati esclusivamente al prezzo dei titoli o sensibili anche ad informazioni non finanziarie, considerati in rapporto alla tipologia degli strumenti finanziari detenuti, ecc.), nonostante la diversità dei loro interessi e delle loro prospettive temporali di profitto.

L'alternativa che si pone è tra il considerare la nozione di ragionevole investitore come un concetto astratto, sul cui contenuto chiunque può speculare, oppure come una nozione che va riempita tenendo in debito conto le modalità con cui i reali investitori prendono le loro decisioni di investimento. È ovvio che la valutazione circa l'idoneità ad incidere sui prezzi è una valutazione da operare *ex ante*, dal momento che non si guarda a ciò che è effettivamente avvenuto, ma a quello che era ragionevolmente prevedibile.

Posto che la valutazione della rilevanza dell'informazione si basa su previsioni, si tratta di stabilire quale esattamente debba essere il punto di riferimento di questa attività prognostica, e cioè di stabilire cosa esattamente si deve tentare di prevedere. A tal proposito, l'unica risposta che sembrerebbe ammettersi è quella di identificare l'oggetto della previsione col concreto comportamento degli investitori. Ove si accolga l'alternativa di considerare l'investitore ragionevole come un concetto che va visto in concreto, ci si trova però di fronte ad un secondo problema. Si possono immaginare, infatti, casi in cui diversi gruppi di investitori prendano in considerazione per le loro decisioni di investimento informazioni ritenute "non interessanti" dai più, ad esempio, informazioni di carattere non finanziario (si pensi ad investitori che effettuano le loro scelte

⁴ TSC Industries Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976); a p. 450 la sentenza aggiunge che l'accertamento della materialità richiede "*delicate valutazioni sulle deduzioni che un ragionevole azionista avrebbe ricavato da un dato insieme di fatti e sul significato di tali deduzioni rispetto a lui*". Si veda pure Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 s. (1988); anche per ulteriori riferimenti a pronunce delle Corti e della Sec, Hazen, The Law of Securities Regulation St. Paul, 2005, § 12.9; Langevoort (nt. 6). V. Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information (1980), 132, il Financial Accounting Standards Board ha così definito il concetto di material: "*l'omissione o l'erroneità di un'appostazione in un bilancio è materiale se, alla luce delle circostanze, l'importanza dell'appostazione è tale da rendere probabile che il giudizio di una persona ragionevole che faccia affidamento sul bilancio sarebbe stato modificato o influenzato dalla dichiarazione dell'appostazione omessa o dalla sua corretta rappresentazione*".

tenendo conto anche di dati di natura c.d. “etica”). In questi casi, l'alternativa è tra un'interpretazione della nozione di ragionevole investitore che prenda in considerazione solo le informazioni considerate rilevanti dall'investitore medio, ed una interpretazione secondo la quale per investitore ragionevole vanno intesi anche gli investitori che, usando informazioni considerate rilevanti solo da una minoranza, possano comunque influire sui prezzi di titoli. La prima alternativa non sembra possa essere accolta; perché il test dell'investitore ragionevole, interpretato solo come equivalente al test dell'investitore medio, entrerebbe in conflitto con la regola secondo cui tutte le informazioni che possono avere incidenza sui prezzi devono essere rese pubbliche. È evidente che un'informazione può avere un effetto sensibile sui prezzi senza necessariamente essere considerata rilevante da un largo numero di investitori. Le informazioni non possono, pertanto, essere considerate irrilevanti partendo dal semplice assunto che un investitore ragionevole identificato sostanzialmente con l'investitore medio, non le prenderebbe in considerazione. Sembrerebbe, quindi, necessario optare per una soluzione che imponga la divulgazione di tutte quelle informazioni che, seppur prese in considerazione solo da una percentuale piccola (ma non del tutto irrilevante) degli investitori, possono influenzare il prezzo del titolo.

Questa interpretazione ha l'ovvio difetto di ampliare l'insieme delle informazioni che devono essere pubblicate e di renderne alquanto incerti i confini ma, come già sottolineato più volte, la definizione di informazione privilegiata è una definizione dinamica che va valutata caso per caso nella sua idoneità a influenzare il prezzo del titolo. A questo punto, sembrerebbe che il test dell'investitore ragionevole possa aiutare a porre rimedio a questi problemi se interpretato nel senso di una semplice presunzione di irrilevanza dell'informazione che non è presa in considerazione dall'investitore medio. L'obbligo di informazione, nell'interpretazione che sembra più corretta, verrebbe così a comprendere tutti i fatti che l'investitore medio prende in considerazione, più i fatti per i quali esiste una specifica prova che essi sono presi in considerazione da una parte non irrilevante della comunità degli investitori e tale da influire in modo sensibile sul prezzo del titolo.

6. Il carattere riservato dell'informazione e le ipotesi di ritardo nella divulgazione

L'art. 114, comma 3 del TUF, prevede per i soggetti obbligati alla comunicazione al pubblico di informazioni *price sensitive* la possibilità di poter ritardare la diffusione di dette informazioni, nelle ipotesi ed alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento ed in presenza, al contempo, di due presupposti: **(i)** che il

pubblico non sia indotto in errore su fatti e circostanze essenziali; e **(ii)** che i soggetti cui è concessa tale facoltà sappiano garantire la riservatezza delle informazioni per il tutto il periodo di durata del ritardo nella comunicazione. Il fondamento della disciplina che prevede la possibilità di ritardare la comunicazione delle informazioni *price sensitive* potrebbe essere ravvisato nella salvaguardia della competitività delle imprese. Nel caso, infatti, di notizie a formazione non istantanea ma progressiva, la diffusione immediata delle stesse potrebbe non garantire in concreto la trasparenza dei mercati, ma rischierebbe solo di danneggiare l'emittente stesso. In ragione di ciò, il legislatore ha previsto, per tali ipotesi, la possibilità di comunicare tali notizie in un momento successivo rispetto alla loro formazione.

In relazione al requisito sub **(i)** richiesto ai fini di esercitare legittimamente il diritto di comunicare in ritardo le suddette informazioni *price sensitive*, esso sembra essere posto al fine di assicurare una parità di accesso alle informazioni a tutti gli operatori del settore sì da evitare che l'insufficiente informazione societaria possa indurre in errore gli stessi su fatti e circostanze essenziali per la scelta delle operazioni da compiere su strumenti finanziari. Relativamente al requisito sub **(ii)**, il ritardo della comunicazione potrebbe essere legittimo a patto che le stesse informazioni vengano mantenute riservate. Qualora ciò non accada, lo stesso articolo dispone che esse vengano comunicate immediatamente al pubblico: ancora una volta, pertanto, emerge che il fine ultimo di tale disciplina è quello di assicurare a tutti gli operatori del mercato parità di accesso alle informazioni. In questo senso, ed al fine di evitare di dover ricorrere ad una informazione immediata al pubblico di notizie per le quali si era deciso di avvalersi della facoltà di comunicazione tardiva, si raccomanda ai soggetti che si avvalgono della suddetta facoltà di controllare l'accesso alle informazioni attraverso l'adozione di efficaci misure di sicurezza. Per completezza giova osservare che la Consob, con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha precisato che prima che sorga l'obbligo di comunicazione, esiste una fase c.d. "preparatoria" dei dati societari che deve essere considerata anch'essa strettamente riservata. La violazione di questo regime confidenziale comporterebbe allo stesso modo l'obbligo di pubblicazione, non già per il venir meno delle condizioni legittimanti il ritardo, bensì per la necessità ed opportunità di ripristinare la parità di condizioni in favore di tutti coloro che hanno accesso al mercato.

Passando alla analisi della normativa regolamentare, in attuazione del rinvio legislativo, l'art. 66 – *bis* del Regolamento Emittenti disciplina espressamente l'ipotesi di ritardo della comunicazione dei fatti e delle circostanze che potrebbero integrare la fattispecie di informazioni *price sensitive*. In particolare, con il

suddetto articolo, che prevede le circostanze rilevanti sulla base delle quali può essere ritardata la comunicazione, la Consob ha inteso suggerire un criterio guida utile per individuare la tipologia di circostanze astrattamente idonee a causare un pregiudizio ai legittimi interessi dei soggetti sottoposti all'obbligo di *disclosure* e che pertanto potrebbero non essere immediatamente comunicate. Sono considerate, così, circostanze idonee a giustificare il ritardo nella comunicazione il caso in cui l'informazione societaria, qualora resa nota, comprometta un'operazione o addirittura, a causa della sua scarsa definizione, possa dar luogo ad erronee valutazioni da parte del pubblico. La stessa autorità, inoltre, ha avuto cura, al comma 2 del suddetto articolo del Regolamento Emittenti ed a scopo meramente esemplificativo, di individuare due ipotesi in cui è senz'altro ammessa la facoltà di ritardare la comunicazione, ossia nel caso di:

- 1) *“negoziazioni in corso, inclusi gli elementi connessi, quando la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito ovvero il normale andamento. In particolare, nel caso in cui la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave e imminente pericolo, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza, la comunicazione al pubblico delle informazioni può essere rinviata per un periodo limitato di tempo, qualora essa rischi di compromettere gravemente gli interessi degli azionisti esistenti o potenziali, in quanto pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente;”*
- 2) *“le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo amministrativo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'approvazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico.”*

Con riferimento alle negoziazioni in corso è utile osservare che la Consob, con comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha sottolineato che la diffusione di tali notizie si rivelerebbe senza dubbio fuorviante in quanto frammentaria e pertanto non atta ad una corretta valutazione delle informazioni da parte del pubblico. L'utilità della diffusione sarebbe giustificabile solo ove fosse necessaria al fine di garantire una parità informativa tra tutti gli operatori del mercato finanziario. Si evidenzia, inoltre, che in relazione a tale fattispecie manca una definizione ufficiale di *“negoziazioni in corso”*. Con tale locuzione, si è soliti fare riferimento a tutte quelle circostanze in cui vi è almeno un accordo di massima fra le parti, anche se non

risultano ancora ben definiti alcuni elementi importanti, che potrebbero persino pregiudicare l'esito della stessa negoziazione in atto. Diversamente, si dovrebbero promuovere procedimenti sanzionatori nei confronti di tutti quegli emittenti che comunichino al mercato la conclusione di un accordo, senza averne riferito prima le trattative.

Non manca di rilevare, infine, alcune criticità riscontrabili in merito alla facoltà di ritardare gli obblighi di comunicazione. Un primo profilo di criticità è dato dal fatto che il ritardo presuppone un punto di riferimento temporale a partire dal quale l'azione del comunicare possa effettivamente ritenersi tempestiva o ritardata. Per poter parlare di ritardo di obblighi informativi, quindi, bisognerebbe poter stabilire, con criteri obbiettivi e certi, il momento in cui può considerarsi attivato l'obbligo di diffusione dell'informazione. La formula normativa, invece, sul punto si mostra assolutamente carente in tal senso. Ciò appare giustificato dalla stessa natura della informazione privilegiata, che, nella maggior parte dei casi, viene a formarsi in maniera progressiva, cosicché non può mai essere determinato un vero e proprio momento definito, in cui l'informazione si consideri appunto "privilegiata". Non è chiaro, pertanto, quando una comunicazione possa dirsi effettuata "*in ritardo*" o "*tempestivamente*".

Inoltre, l'aver costruito questo istituto, basandosi soltanto su criteri guida ed indicazioni esemplificative, se da un lato lascia uno spettro applicativo più ampio, dall'altro la mancata definizione delle fattispecie rientranti in questa facoltà comporta il rischio di applicazioni eccessivamente diversificate. La disciplina del ritardo, infatti, parte dal presupposto che gli emittenti si trovino di fronte ad un'informazione privilegiata esattamente definita, mentre, com'è noto, nella realtà tale speciale qualificazione è il risultato di un processo dinamico frutto di diversi elementi, la somma dei quali conduce a poter distinguere un'informazione qualsiasi da una informazione *price sensitive*. E' ragionevole, pertanto, prevedere che i soggetti obbligati, complice anche l'indefinita nozione di informazione privilegiata, facciano ricorso al ritardo della comunicazione come espediente per verificare la natura della stessa informazione, anche quando non ve ne sia la stretta necessità, al solo fine di eludere gli obblighi di trasparenza. Al fine di evitare l'uso distorto della facoltà di comunicare in ritardo le informazioni privilegiate, dovrà contarsi sulla capacità di adattamento della prassi, che probabilmente, rimanendo strettamente aderente alle finalità della disciplina dell'informazione societaria, si limiterà ad escludere dall'obbligo di diffusione soltanto le informazioni provvisorie, con un insufficiente grado di attendibilità e certezza.

7. Le modifiche al Regolamento Emittenti: nuove modalità di comunicazione delle informazioni price sensitive

Come accennato in precedenza, la Consob, con delibera 1 aprile 2009 n. 16850, ha completato il recepimento della Direttiva Transparency, provvedendo ad apportare modifiche al Regolamento Emittenti. Tale intervento regolamentare, per ciò che qui rileva in relazione alle informazioni privilegiate, è volto ad ottenere una disciplina uniforme relativa agli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti, oltre ad una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico alle "*informazioni regolamentate*". Al riguardo, va rilevato che l'art. 113 - *ter* del TUF, recante "*disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate*", nell'individuare tale tipo di informazioni fa riferimento anche alle informazioni *price sensitive*.

La nuove disposizioni introdotte dalla Delibera prevedono, fra l'altro, nuove modalità di diffusione delle informazioni regolamentate articolate nelle rispettive fasi di: (i) diffusione; (ii) stoccaggio; e (iii) deposito delle stesse presso la Consob.

In *primis*, l'art. 65 - *bis* del Regolamento Emittenti stabilisce i requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate, prevedendo che gli emittenti valori mobiliari sono tenuti a renderle pubbliche "*assicurando un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione in tutta l'Unione Europea*". Affinché tali informazioni vengano trasmesse seguendo tali linee guida, il suddetto articolo prevede altresì che si adottino strumenti idonei a garantire:

- 1) la diffusione, per quanto possibile simultanea, delle informazioni nel loro testo integrale senza *editing*, in Italia e negli altri Stati membri dell'Unione Europea, ad un pubblico il più ampio possibile, nonché ai media, in modo tale da garantire la sicurezza della comunicazione, minimizzare il rischio di alterazione dei dati e di accesso non autorizzato, nonché la certezza circa la fonte di tali informazioni;
- 2) la sicurezza della ricezione, rimediando quanto prima a qualsiasi carenza o disfunzione nella comunicazione;
- 3) che le informazioni siano comunicate ai media in modo tale da chiarire che si tratta di informazioni regolamentate e identifichino chiaramente l'emittente, l'oggetto delle informazioni e l'ora e la data della loro comunicazione da parte del soggetto ad essa tenuto.

La nuova disciplina prevede, inoltre, che la diffusione delle notizie possa essere effettuata, ai sensi del nuovo art. 65 – *quinquies* del Regolamento Emittenti, dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di un Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (di seguito, “**SDIR**”), ovvero, ai sensi degli artt. 65 – *sexies* del Regolamento Emittenti, in proprio. Di conseguenza, i soggetti obbligati alla *disclosure* potranno scegliere se diffondere le informazioni regolamentate per conto proprio ovvero avvalersi di tale sistema di diffusione. Sia l'emittente, nel caso in cui lo stesso decida di provvedere in proprio, sia lo SDIR dovranno comunque essere in possesso di particolari requisiti tecnici e funzionali previsti dal Regolamento Emittenti.

Relativamente allo stoccaggio delle informazioni, ai sensi dell'art. 65-*septies* del Regolamento Emittenti, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto. Infine, per ciò che riguarda il deposito delle informazioni, è stato previsto che esso venga attuato attraverso il collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il sistema di teleraccolta.

Vista la complessità della riforma normativa, la quale richiederà verosimilmente tempi piuttosto lunghi per una sua completa attuazione, la delibera Consob 1 aprile 2009 n. 16850, ha altresì previsto un articolato “*regime transitorio*”, valido fino alla data di inizio delle attività dei sistemi di diffusione e stoccaggio. Pertanto, fino all'entrata in vigore dei nuovi sistemi di diffusione delle informazioni, continueranno ad applicarsi le disposizioni previste dalla disciplina previgente e gli emittenti ottempereranno agli obblighi relativi alla diffusione delle informazioni privilegiate tramite l'invio di un comunicato:

- 1) ad almeno due agenzie di stampa e alla società di gestione del mercato, che ne assicurerà la diffusione al pubblico; ovvero
- 2) tramite i sistemi telematici di trasmissione delle informazioni (*N/S*) predisposti dalla società di gestione del mercato ai quali ha accesso la Consob.

Con riferimento allo stoccaggio, le informazioni regolamentate si considerano transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione del mercato regolamentato. Infine, relativamente al deposito di tali informazioni presso la Consob, esso si considera adempiuto se la diffusione delle informazioni avviene mediante il loro inserimento nei sistemi telematici di trasmissione delle

informazioni predisposti dalle società di gestione del mercato regolamentato ai quali ha accesso la Consob
ovvero attraverso il sistema di teleraccolta.