

## **Q&A del 18 marzo 2021 sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali**

### **1. Premessa**

**1.1.** A partire dal 2017, la Consob ha effettuato taluni approfondimenti in relazione alla possibilità che le società quotate instaurino con i soci e, in particolare, con i soggetti che le controllano - di diritto o di fatto, singolarmente o congiuntamente, anche per il tramite di patti parasociali - flussi informativi aventi ad oggetto informazioni aziendali che possono assumere carattere privilegiato, ai sensi della normativa in materia di abusi di mercato.

La gestione dei flussi informativi tra società quotate e azionisti – prescindendosi in questa sede da considerazioni riferite al trattamento cui le informazioni potrebbero soggiacere per motivi di riservatezza personale, commerciale o industriale – riguarda due diverse aree normative e regolamentari. Da un lato, ove le informazioni trasmesse rivestano carattere privilegiato, assume rilevanza la disciplina relativa all'informazione selettiva (cosiddetta “*selective disclosure*”), rivolta a destinatari specifici e non al pubblico degli investitori; dall'altro, i flussi informativi assumono rilievo in relazione al governo societario di una società per azioni e al rapporto tra amministratori e soci e sono oggetto, per alcuni aspetti, di disposizioni *ad hoc* che prevedono la costituzione e l'alimentazione di canali informativi funzionali all'esercizio del governo societario delle società quotate. Assume inoltre rilievo il flusso di informazioni che l'azionista di controllo deve ricevere dalle società partecipate ai fini della redazione delle rendicontazioni contabili.

La Consob, a conclusione degli approfondimenti sopra menzionati e tenuto conto dei profili di rilevanza della tematica in esame, che emergono nell'ambito delle interlocuzioni con le società quotate nello svolgimento dell'attività di vigilanza, anche sotto forma di specifici quesiti, ritiene pertanto necessario fornire al mercato in apposite Q&A alcuni orientamenti applicativi circa le condizioni che possono giustificare l'instaurazione di flussi informativi, relativi ad informazioni privilegiate, da parte delle società con azioni quotate nei confronti dei propri soci e, in particolare, del proprio azionista di controllo.

**1.2.** Viene inoltre pubblicata una specifica Q&A sulle informazioni privilegiate che potrebbero essere contenute nei piani industriali. La tematica in esame è stata oggetto di approfondimento anche a seguito dell'abrogazione<sup>1</sup> dell'art. 68 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (“**Regolamento Emittenti**”), che disciplinava la comunicazione al pubblico dei dati previsionali e degli obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, quand'anche contenuti nei piani industriali, in base al contesto normativo previgente. Il piano industriale non è coperto da specifici obblighi informativi, fermi restando gli obblighi di comunicazione e gestione delle informazioni privilegiate in esso contenute. In presenza di rottura della confidenzialità o di indiscrezioni sulle informazioni privilegiate contenute nei piani industriali, la pubblicazione di tali informazioni consente al pubblico di valutare correttamente il contesto informativo dell'emittente, assicura la simmetria informativa e la formazione di corrette aspettative da parte degli investitori. Tale aspetto è stato chiarito in una specifica Q&A.

---

<sup>1</sup> Avvenuta con delibera n. 19925 del 22 Marzo 2017. Cfr. sul punto, la relazione illustrativa degli esiti della consultazione del 6 aprile 2017.

## **2. Questions & Answers**

**Q1: Quali sono i casi in cui l'informazione selettiva nei confronti del socio di controllo può dirsi legittima?**

**Q1.1 È possibile che il socio di controllo di una società quotata riceva in maniera selettiva informazioni privilegiate inerenti alla gestione sociale e/o alle strategie aziendali?**

**A:** *Il socio di controllo può ricevere in maniera selettiva informazioni privilegiate dalla società partecipata esclusivamente: (i) in alcune ipotesi espressamente previste dalla legge ovvero (ii) in presenza di uno specifico "rapporto giustificativo" (iii) ove siano adottate misure idonee a preservare la confidenzialità dell'informazione.*

Il sistema delle norme applicabili appare orientato a preservare e tutelare il fondamentale principio della parità e simmetria informativa, volto a rendere disponibile il medesimo quadro informativo contestualmente a tutti gli investitori, attuali e potenziali.

Oltre all'esigenza di tutelare l'integrità del mercato - sotto il profilo della formazione dei prezzi sulla base delle informazioni messe a disposizione del pubblico degli investitori - l'ordinamento riconosce l'esigenza di garantire, anche sotto il profilo della *governance* societaria, la tutela di tutte le categorie di soci, ivi inclusi i soci di minoranza, attraverso il principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 del D. Lgs. n. 58/1998 ("TUF"). Il diritto all'informazione societaria è riconosciuto dall'ordinamento come un elemento fondamentale per il monitoraggio dei soci sull'operato degli amministratori e per il corretto andamento del mercato, a patto tuttavia che ciò avvenga secondo una modalità che assicuri la parità di trattamento tra tutti gli azionisti. Non è, pertanto, riconosciuto un diritto individuale dell'azionista di controllo all'informazione societaria in una forma "selettiva", fatto salvo quanto previsto da specifiche disposizioni normative<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Al riguardo, previsioni espresse di flussi informativi nei confronti di singoli azionisti si rinvengono nel nostro ordinamento esclusivamente in presenza di un rapporto di controllo. Si fa riferimento, nell'ambito della normativa degli emittenti soggetti alla disciplina del MAR:

- all'obbligo della società controllata di fornire informazioni alla società controllante ai fini della redazione del bilancio consolidato (art. 43 del D. Lgs. n. 127/1991) e relative norme speciali di settore;
- alle informazioni che devono essere riportate nella relazione sulla gestione (art. 2428 c.c.) sulla "*situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate*" e al connesso diritto del soggetto controllante di ricevere dalle controllate un flusso informativo funzionale alla redazione della relazione sulla gestione;
- alle informazioni sulle operazioni di maggior rilievo realizzate dalle società controllate che gli organi delegati della società controllante devono fornire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale (art. 2381 c.c.);
- all'obbligo per gli emittenti quotati di comunicare "*al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente*" (art. 17, paragrafo 1, del Regolamento (UE) 596/2014) e al connesso diritto del soggetto controllante di ricevere le informazioni funzionali a tale adempimento, come indicato dal secondo comma dell'art. 114 del TUF, che recita: "*Gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge e dal Regolamento (UE) n. 596/2014. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste*";
- alle informazioni che gli amministratori di una società quotata devono riferire "*tempestivamente, secondo le modalità stabilite dallo statuto e con periodicità almeno trimestrale, al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate*" (art. 150, comma 1, del TUF);
- al potere del collegio sindacale di scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale (art. 2403-bis c.c.);
- ai poteri dei componenti l'organo di controllo di una società quotata di "*chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari,*

La posizione di socio di controllo non costituisce quindi il presupposto automatico per la legittima trasmissione in forma selettiva di informazioni societarie, se non ove espressamente previsto dalla legge e: (i) al solo fine di consentire al socio di controllo di ottemperare, a sua volta, a obblighi di legge e (ii) in una misura circoscritta alle sole informazioni espressamente indicate dal legislatore ovvero alle informazioni strettamente necessarie all'adempimento dei predetti obblighi.

Al di fuori delle ipotesi sopra richiamate, è ammissibile che il socio di controllo riceva informazioni privilegiate in maniera selettiva dalla società controllata soltanto se sussiste un "rapporto giustificativo" di tale *selective disclosure* e ove siano state adottate misure atte preservare la confidenzialità dell'informazione trasmessa.

In proposito, la disciplina dell'informazione selettiva trova la sua collocazione sistematica nel Regolamento (UE) 596/2014 ("MAR"), secondo cui "*Quando un emittente [...], comunica informazioni privilegiate a terzi, nel normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione, ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, ha l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tale informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale. Questo paragrafo non si applica se la persona che riceve le informazioni è tenuta a un obbligo di riservatezza, indipendentemente dal fatto che tale obbligo sia di natura legislativa, regolamentare, statutaria o contrattuale*" (art. 17, paragrafo 8).

La norma citata prevede come condizioni di legittimità per la comunicazione a terzi di informazioni privilegiate: (i) la sussistenza di un "rapporto giustificativo" della comunicazione (il "*normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione*")<sup>3</sup> e (ii) l'esistenza di un obbligo di riservatezza in capo al destinatario delle informazioni. Inoltre, il MAR e la relativa normativa di esecuzione richiedono (iii) la necessaria adozione di misure organizzative idonee a proteggere l'informazione privilegiata, al fine di evitarne un'impropria circolazione, sia all'interno che all'esterno della società<sup>4</sup>.

La regolamentazione della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate trova la sua *ratio* nell'esigenza di garantire parità di accesso informativo agli investitori, siano essi azionisti attuali o potenziali; in tal senso, la simmetria informativa diventa lo strumento principale posto a tutela della fiducia e dell'integrità del mercato dei capitali. Conseguentemente, il legislatore ha ritenuto di dover circoscrivere entro una precisa area di legittimità le circostanze che costituiscono un'eccezione a tale principio, individuandole in quelle situazioni in cui la comunicazione sia

---

*ovvero rivolgere le medesime richieste di informazione direttamente agli organi di amministrazione e di controllo delle società controllate*" (art. 151, comma 1, del TUF e artt. 151-bis e 151-ter del TUF);

- all'obbligo degli emittenti quotati di fornire al pubblico e alla Consob informazioni inerenti le operazioni - realizzate dagli emittenti medesimi e dalle società controllate - sui propri strumenti finanziari.

<sup>3</sup> La limitazione alla libera trasmissione delle informazioni privilegiate è prevista *in primis* dall'art. 10, paragrafo 1, del MAR, che dispone il divieto di comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata "*tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione*". Il giudizio di normalità previsto per escludere l'abuso è il medesimo richiesto dall'art. 17, paragrafo 8 del MAR.

<sup>4</sup> Cfr. anche il par. 6.5.6 delle Linee Guida Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate n.1/2017, ottobre 2017. Tra i soggetti annoverati come possibili destinatari dell'informazione selettiva, la Consob ha indicato, in via esemplificativa: i consulenti e gli altri soggetti coinvolti nell'esame delle materie oggetto di consulenza, i soggetti con cui sono in corso negoziazioni su operazioni commerciali o finanziarie, le autorità pubbliche di vigilanza di settore, le banche nell'ambito dell'attività di concessione degli affidamenti, le agenzie di *rating*, le società di gestione dei mercati ove siano quotati gli strumenti finanziari.

supportata da motivazioni di carattere lavorativo, professionale o funzionale e avvenga previa adozione di misure atte a preservare la confidenzialità dell'informazione.

Ciò posto, una prerogativa individuale dell'azionista di controllo a ricevere informazioni privilegiate - aventi ad oggetto, ad esempio, decisioni strategiche, specifiche operazioni e relative riunioni degli organi sociali - non trova riscontro nelle vigenti disposizioni. In particolare, non può ritenersi sussistente nell'ordinamento la possibilità per il socio di controllo di richiedere e ottenere un flusso informativo preferenziale da parte dell'emittente avente a oggetto informazioni privilegiate al di fuori delle ipotesi sopra richiamate e di seguito meglio specificate (ai sensi di specifiche disposizioni di legge, ad esempio in materia di rendicontazione contabile *cfr.* Q1.3, o in presenza di un "rapporto giustificativo", *cfr.* Q1.2 e Q1.4).

## **Q1.2 È possibile riconoscere la legittimità di una *selective disclosure* quando il socio di controllo esercita attività di direzione e coordinamento sulla società controllata?**

**A:** *Una fattispecie in cui l'ordinamento sembrerebbe consentire l'instaurazione di uno specifico flusso informativo nei confronti del soggetto controllante è costituita dal caso in cui quest'ultimo eserciti sulla società un'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del codice civile. Tale flusso informativo può avere ad oggetto le sole informazioni funzionali a un'efficace gestione del gruppo, ferma restando la necessità di accertare la sussistenza delle altre condizioni di legittimità della selective disclosure (obbligo di riservatezza delle informazioni e adozione delle relative misure organizzative volte a proteggere l'informazione).*

In presenza di un'attività di direzione e coordinamento esercitata dal soggetto controllante, secondo la dottrina sembra possibile ammettere che quest'ultimo riceva informazioni dalle società controllate non soltanto quando sia espressamente consentito dalla legge, ma anche quando ciò risulti funzionale a un'efficace gestione del gruppo nel suo complesso, consentendo in tale ultimo caso di estendere l'area delle informazioni che legittimamente possono essere trasferite alla società capogruppo.

L'attività di direzione e coordinamento è infatti espressione di un *quid pluris* rispetto al mero esercizio del controllo, essendo indicativa della presenza di un'influenza sulle decisioni delle società controllate, tale da configurare un'unica entità economica, organizzata nella forma del gruppo di società. Tale potere di direzione e coordinamento può esplicarsi in un flusso costante di istruzioni, impartite dalla società controllante e recepite dagli organi della controllata, che riguardano momenti significativi della vita della società quali, ad esempio, le scelte sul perimetro del *business*, il reperimento dei mezzi finanziari, le politiche di bilancio, la conclusione di importanti contratti.

Al riguardo, è possibile affermare che i flussi informativi infragruppo costituiscono, insieme ad altri, uno degli elementi caratteristici dell'attività di direzione e coordinamento medesima. Gli stessi indici sintomatici della sussistenza di un'attività di direzione e coordinamento, individuati e utilizzati dalla dottrina e dalla giurisprudenza ai fini dell'applicazione o meno della relativa disciplina (si pensi, tra gli altri, alla predisposizione e approvazione dei piani industriali e strategici da parte della controllante, all'accentramento della tesoreria o di altre funzioni di assistenza finanziaria in capo alla controllante, all'emanazione di direttive e istruzioni su importanti scelte aziendali, al rilascio di autorizzazioni per iniziative di investimento o specifiche operazioni societarie, ai regolamenti di gruppo, all'approvazione di organigrammi della controllata con riferimento alle principali funzioni aziendali) presuppongono che vi siano specifici flussi informativi dalla società controllata al soggetto controllante, volti a realizzare in concreto l'attività

di direzione e coordinamento, che può esplicarsi in molteplici forme e con diversi gradi di incisività.

Al riguardo, appare opportuno precisare che, in ogni caso, la condivisione con il socio di controllo di informazioni privilegiate non può, di per sé, essere considerata indice sintomatico dell'esercizio di attività di direzione e coordinamento, la cui sussistenza va invece verificata sulla base delle più consolidate indicazioni fornite da dottrina e giurisprudenza che richiedono un'analisi fattuale più ampia e completa<sup>5</sup>.

Nella prassi si osserva che tali flussi informativi possono essere oggetto di regolazione anche all'interno di protocolli di gruppo, nei quali vengono individuati il perimetro delle informazioni condivise, le finalità della comunicazione selettiva, la tempistica e le modalità di tale condivisione, nonché i soggetti abilitati alla gestione delle informazioni.

Resta fermo, in ogni caso, che: (i) il flusso informativo che può instaurarsi tra società controllata e capogruppo deve avere ad oggetto le sole informazioni funzionali a un'efficace gestione del gruppo; (ii) nell'ambito della comunicazione al soggetto controllante di informazioni della società soggetta a direzione e coordinamento, gli amministratori di quest'ultima devono comunque tener conto dell'interesse della società da loro amministrata; (iii) è necessario che l'emittente assicuri la sussistenza delle altre condizioni di legittimità della *selective disclosure* (obbligo di riservatezza delle informazioni e adozione delle relative misure organizzative volte a proteggere l'informazione).

### **Q1.3 È possibile consentire l'instaurazione di flussi informativi funzionali alla redazione delle rendicontazioni contabili da parte del socio di controllo?**

**A:** *Ai fini della redazione delle rendicontazioni contabili da parte dell'azionista di controllo, l'ordinamento vigente prevede per le società partecipate un obbligo specifico di trasmissione delle informazioni funzionali alla predisposizione delle stesse.*

I flussi informativi necessari ai fini della redazione delle rendicontazioni contabili periodiche da parte dell'azionista titolare di partecipazioni di controllo nelle società quotate sono individuabili sia nella normativa civilistica sia nei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Con riferimento alla normativa civilistica, nel caso in cui l'azionista detenga il controllo della partecipata e sia tenuto alla predisposizione di un bilancio consolidato, l'art. 43 del D. Lgs. n. 127/1991 prevede che *“le imprese controllate sono obbligate a trasmettere tempestivamente all'impresa controllante le informazioni da questa richieste ai fini della redazione del bilancio consolidato”*. Norme speciali prevedono flussi informativi specifici ai fini della predisposizione dei bilanci consolidati dei soggetti operanti in determinati settori.

Per le società che utilizzano i principi contabili internazionali, le modalità di predisposizione del bilancio consolidato sono disciplinate dal principio IFRS 10 *“Bilancio consolidato”*.

---

<sup>5</sup> Con specifico riferimento alle società controllate dallo Stato, si evidenzia altresì che l'art. 19, comma 6 del D.L. 78/2009 (decreto c.d. anticrisi) convertito con modificazioni dalla L. 3 agosto 2009, n. 102 ha escluso, con una norma interpretativa, lo Stato come soggetto che possa esercitare direzione e coordinamento, prevedendo che *“L'articolo 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero per finalità di natura economica o finanziaria”*.

La redazione del bilancio consolidato richiede l'aggregazione delle poste patrimoniali ed economiche delle società controllate, in base a principi contabili e criteri di valutazione uniformi. La controllante, pertanto, deve disporre di tutte le informazioni necessarie ai fini della redazione del bilancio consolidato. Tra tali informazioni assumono rilevanza quelle relative alla stima dei flussi finanziari futuri, basati sui più recenti *budget* o piani pluriennali approvati dalle controllate, necessarie al socio di controllo per determinare il valore recuperabile degli attivi inclusi nel perimetro di consolidamento, il c.d. *impairment test* previsto dallo IAS 36 "*Riduzione di valore delle attività*".

La normativa vigente impone pertanto in capo alla società controllata l'obbligo di trasmettere tempestivamente alla controllante le informazioni necessarie ai fini della predisposizione da parte di quest'ultima del bilancio consolidato.

#### **Q1.4 In quali altri casi è possibile rinvenire un "rapporto giustificativo" della *selective disclosure* nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo?**

**A:** *Si ritiene che spetti alla società quotata il compito di valutare, di volta in volta, la eventuale sussistenza di un "rapporto giustificativo" idoneo a consentire la trasmissione di informazioni privilegiate al socio di controllo, ciò indipendentemente dalla circostanza che il controllo sia di diritto o di fatto, solitario o congiunto. Tale valutazione richiede di effettuare un'indagine circa la sussistenza di un interesse della società a veicolare le informazioni.*

Al di fuori delle ipotesi espressamente previste dalla legge o di altre fattispecie che costituiscano una causa giustificativa della *selective disclosure* (ad esempio, nella misura in cui detta *disclosure* sia funzionale all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte del socio di controllo, ovvero per ottemperare agli obblighi di rendicontazione contabile), si ritiene inoltre che l'instaurazione di flussi informativi di natura privilegiata nei confronti dell'azionista di controllo possa avvenire solo in presenza di un "rapporto giustificativo" che trovi il suo fondamento nell'interesse sociale dell'emittente e che spetti a quest'ultimo il compito di valutare di volta in volta la eventuale sussistenza di tale presupposto.

Un "rapporto giustificativo" della *selective disclosure* può essere individuato, ad esempio, in un rapporto contrattuale instaurato tra la società e il socio di controllo. A questo riguardo, nella prassi sono stati riscontrati, come accordi posti a fondamento di flussi di informazione selettiva, contratti di fornitura di servizi, anche in *outsourcing*, o di consulenza, conclusi nell'interesse del soggetto emittente e che potrebbero richiedere la trasmissione di talune informazioni strettamente necessarie per l'esecuzione dei contratti in questione.

Tali rapporti contrattuali possono integrare un "rapporto giustificativo" idoneo a consentire una *selective disclosure* nel presupposto che: (i) il contratto sia concluso nell'interesse della società controllata (ii) le informazioni da trasmettere risultino limitate a quelle strettamente indispensabili per l'esecuzione del contratto e (iii) sia garantito il rispetto dei presidi di confidenzialità anche da parte della controparte destinataria dell'informazione.

In tal senso va letta anche la disposizione, contenuta nello schema 2 dell'Allegato 3A del Regolamento Emittenti, che richiede agli emittenti di indicare nella relazione illustrativa "*gli azionisti che hanno manifestato la disponibilità a sottoscrivere, in proporzione alla quota posseduta, le azioni e/o le obbligazioni convertibili di nuova emissione, nonché gli eventuali diritti di opzione non esercitati*", così prevedendo espressamente la possibilità di instaurare un dialogo con gli azionisti prima dell'annuncio di un'operazione sul capitale al mercato. Anche in questo caso, infatti, la veicolazione agli azionisti di un'informazione su una specifica operazione appare

contemplata, al fine di soddisfare l'interesse della società a sondare la fattibilità dell'operazione medesima.

Un'ulteriore ipotesi che può giustificare l'instaurazione di flussi informativi nei confronti dell'azionista di controllo potrebbe configurarsi nel caso in cui tale azionista necessiti di informazioni per adempiere a obblighi normativi connessi al rilascio di autorizzazioni per la realizzazione di operazioni straordinarie d'interesse della società (ad esempio, in forza di normative in materia di aiuti di Stato, di risoluzione di crisi o di salvataggio, di ammissione a procedure concorsuali). Anche in tali ipotesi, infatti, la condivisione di informazioni privilegiate dell'emittente con alcuni azionisti risulta funzionale allo svolgimento di alcune imprescindibili fasi dell'*iter* procedurale previsto dalla legge per la realizzazione di operazioni d'interesse della società.

In conclusione, si ritiene che spetti alla società quotata il compito di valutare, di volta in volta, l'eventuale sussistenza di un "rapporto giustificativo" idoneo a consentire la trasmissione di informazioni privilegiate al socio di controllo. Tale valutazione richiede di effettuare un'indagine circa la sussistenza di un interesse della società a veicolare le informazioni richieste dal socio di controllo, verificando se in concreto ricorrano i presupposti di una legittima trasmissione di informazioni al suddetto socio, fermi restando l'obbligo di riservatezza in capo al destinatario delle informazioni e i presidi procedurali volti a garantire la protezione della confidenzialità delle informazioni medesime (*cf. infra* Q2). La valutazione della società quotata dovrà essere effettuata nel rispetto del dovere di diligenza e di cura dell'interesse sociale che vige in capo agli amministratori.

**Q1.5 È possibile identificare un patto parasociale come "rapporto giustificativo" di *selective disclosure* nell'ambito di un'eventuale procedura aziendale attuativa del suddetto patto che contempli la trasmissione di informazioni aziendali?**

**A:** *Non si ritiene che un patto parasociale tra azionisti per la gestione concertata delle partecipazioni sociali di per sé, integri la sussistenza di un "rapporto giustificativo" della selective disclosure a beneficio degli azionisti aderenti al patto nell'ambito di un'eventuale procedura aziendale attuativa del suddetto patto che contempli la trasmissione di informazioni aziendali.*

Non si ritiene possibile riconoscere la sussistenza di un "rapporto giustificativo" della trasmissione di informazioni privilegiate - dalla società quotata nei confronti di azionisti paciscenti - in presenza di meri patti parasociali stipulati tra soci, finalizzati alla gestione concertata delle partecipazioni sociali. Ciò anche in presenza di eventuali procedure aziendali adottate dalla società quotata in attuazione dei suddetti patti parasociali le quali contemplino la trasmissione di informazioni aziendali. Anche in tali circostanze, l'interesse sociale alla *disclosure* deve essere riscontrato in concreto.

Al riguardo, occorre considerare che il patto parasociale è un accordo concluso tra soggetti terzi rispetto alla società che non presenta pertanto i presupposti necessari a configurare per sé un "rapporto giustificativo" idoneo a consentire una trasmissione selettiva delle informazioni.

Analogamente, procedure adottate dalla società quotata al solo fine di consentire l'attuazione del patto parasociale, e che contemplino la trasmissione di informazioni aziendali di varia natura, non possono per sé integrare la causa giustificativa della trasmissione di informazioni privilegiate.

**Q2: Nel caso in cui si dovesse ritenere sussistente una causa giustificativa della *selective disclosure*, quali condizioni devono sussistere e quali presidi procedurali devono essere adottati dalla società quotata?**

**A:** *In presenza di una causa giustificativa della selective disclosure, questa può esplicarsi a condizione che i destinatari dell'informazione siano tenuti a un obbligo di riservatezza e che vengano adottate misure organizzative idonee a proteggere l'informazione privilegiata.*

L'ordinamento non prevede una disciplina specifica in materia di procedure per la gestione dei flussi informativi di natura privilegiata intercorrenti tra una società quotata e il suo socio di controllo.

Tuttavia, l'interprete può orientarsi facendo riferimento a fattispecie che presentano maggiori analogie - in termini di eccezioni al principio di parità di accesso informativo - rispetto a quella in esame e, in particolare, alla fattispecie del ritardo della comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

Al ricorrere di un'ipotesi di ritardo, infatti, si realizza un'asimmetria informativa tipizzata: esiste un'informazione privilegiata, ma la società ritiene che ricorrano i presupposti necessari per non informare (ancora) il pubblico<sup>6</sup>; la società ritiene altresì di essere in grado di mantenere la confidenzialità dell'informazione ritardata mediante l'adozione di una serie di presidi organizzativi previsti dall'ordinamento anche per il caso in cui la circolazione dell'informazione sia meramente interna alla società. Per esempio, sotto un profilo procedurale, il Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/1055 prevede l'obbligo di individuare le figure responsabili della decisione del ritardo, del monitoraggio continuo delle condizioni che lo giustificano e della sua cessazione; viene inoltre richiesta la registrazione<sup>7</sup>, volta per volta, delle condizioni di legittimità del ritardo e di qualsiasi modifica delle stesse, nonché la creazione di “*barriere protettive delle informazioni erette sia all'interno sia verso l'esterno per impedire l'accesso alle informazioni privilegiate da parte di altre persone oltre quelle che, [...], devono accedervi nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione*”<sup>8</sup>.

Ai fini della predisposizione di un'idonea procedura, si può ritenere che un flusso selettivo di informazioni privilegiate avvenga in costanza di un ritardo dell'informazione al pubblico. Conseguentemente, un *set* procedurale minimo dovrebbe essere quello richiamato dalla disciplina del ritardo, di cui al MAR e al Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/1055.

Un ulteriore spunto operativo potrebbe trarsi dalla disciplina dei sondaggi di mercato, previsti dall'art. 11 del MAR come un'eccezione, prevista *ex lege*, al divieto di comunicazione selettiva di informazioni privilegiate: nello svolgimento di un sondaggio di mercato, infatti, trovano applicazione numerose regole procedurali atte a garantire un'attenta gestione dei flussi informativi e a monitorare nel tempo i contenuti delle informazioni trasmesse, anche a prescindere dal loro carattere privilegiato; un'attenzione particolare è rivolta ai destinatari delle informazioni, tenuti al rispetto degli obblighi di confidenzialità e di astensione dall'operatività<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Tali presupposti sono la sussistenza di legittimi interessi dell'emittente, l'esclusione del carattere fuorviante nella posticipazione dell'informazione e il mantenimento della sua confidenzialità.

<sup>7</sup> La registrazione è intesa come indicazione e conservazione su supporto durevole dei dati relativi a ciascuna decisione di ritardo, anche in vista di una futura eventuale attività di indagine da parte dell'Autorità.

<sup>8</sup> Cfr. art. 4, paragrafo 1, lett. c), i) del Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055.

<sup>9</sup> Le misure sono rivolte sia a chi trasmette l'informazione, sia a chi la riceve; cfr. MAR, art. 11, paragrafo 3 e paragrafo 5, Regolamento Delegato (UE) 2016/960 del 17 maggio 2016 e le *MAR Guidelines - Persons receiving market soundings* del 10 novembre 2016 (ESMA/2016/1477).

Si deve infatti ricordare che il soggetto (persona fisica o giuridica) che riceve un'informazione privilegiata è qualificabile come *insider* e che da tale attributo discende la necessaria adozione di ogni presidio volto a evitare una comunicazione ingiustificata dell'informazione stessa<sup>10</sup>.

Sullo sfondo rimane comunque la generale considerazione per cui, conformandosi il “rapporto giustificativo” all'interesse dell'emittente, ogni passaggio di informazioni deve fondarsi su una previa valutazione da parte di quest'ultimo. Spetterà *in primis* alla società adottare dei presidi organizzativi e procedurali atti a valutare la rilevanza *price sensitive* dell'informazione trasmessa e la sussistenza di un idoneo motivo giustificativo alla sua trasmissione; tale analisi appare particolarmente delicata e necessaria, tenuto conto della posizione del socio di controllo rispetto all'emittente. Per il socio di controllo, infatti, è labile il confine tra informazione privilegiata e informazione comunque rilevante, unitamente alle altre già detenute, proprio in virtù della posizione di vicinanza rispetto alla fonte dell'informazione. Ancora, nel caso in cui il sostegno di un socio possa essere decisivo per la realizzazione di una determinata operazione, può essere problematico individuare l'esatto confine, anche temporale, tra informazione rilevante e informazione che diventa privilegiata in ragione del contributo che il socio stesso può apportare al verificarsi dell'evento (come avviene, per esempio, in ipotesi di ricapitalizzazione).

A conferma della centralità del ruolo della società quotata nella corretta gestione dei flussi informativi, si sottolinea il rischio sotteso a una comunicazione illecita di informazioni privilegiate da parte di quest'ultima: ove la comunicazione di informazioni privilegiate dovesse avvenire in assenza di un idoneo motivo giustificativo, potrebbe configurarsi un'ipotesi di abuso di mercato nella fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

### **Q3: In quali circostanze le informazioni di un piano industriale devono essere rese pubbliche?**

**A:** *Le informazioni privilegiate contenute nei piani industriali devono costituire oggetto di comunicazione al pubblico quanto prima possibile o, in alternativa, essere ritardate ai sensi del MAR. In caso di ritardo, la pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali è comunque necessaria al venire meno della confidenzialità o al verificarsi di indiscrezioni su tali informazioni privilegiate.*

L'emittente che pubblichi un piano industriale o un comunicato stampa contenenti informazioni privilegiate è tenuto ad aggiornare il pubblico qualora intervengano modifiche a detti contenuti del piano, in modo da assicurare, nel tempo, la correttezza dell'informazione fornita.

L'emittente, anche in relazione a processi prolungati di definizione dei piani industriali eventualmente legati al verificarsi di eventi e circostanze particolari, può ritardare la diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate, valutata sotto la propria responsabilità la sussistenza delle condizioni previste dall'art. 17, paragrafo 4, del citato Regolamento.

---

<sup>10</sup> In particolare, si rammenta che il divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate stabilito dall'art. 10 del MAR “*si applica a qualsiasi persona fisica o giuridica nelle situazioni o nelle circostanze di cui all'articolo 8, paragrafo 4*” ovvero, *inter alia*, “*a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che [...] ha una partecipazione al capitale dell'emittente*”.