

FORME DI INVESTIMENTO *ONLINE* E CONTROLLO DELLE ASIMMETRIE INFORMATIVE

Dario Scarpa

Professore aggregato di Diritto Commerciale - Università Milano-Bicocca

L'informazione ha la caratteristica, una volta prodotta, di essere acquisibile, in linea di principio, da qualsiasi soggetto diverso dal produttore originario, ad un costo inferiore rispetto a quello sostenuto da quest'ultimo. In altri termini, si osserva che l'attività di produzione dell'informazione dà luogo in tal caso ad una esternalità positiva. L'informazione va dunque considerata a pieno titolo come una variabile fondamentale nella determinazione dell'andamento dei mercati finanziari.

The information has the characteristic, once produced, to be acquirable from any party other than the original producer, at a lower cost compared to that supported by the latter. In other words, it is observed that the activity of production of information in this case gives rise to a positive externality. The information must therefore be fully considered as a key variable in determining the financial markets.

Sommario:

1. *Voluntary disclosure* e trasparenza informativa degli enti societari che richiedono forme di investimento: eterogeneità delle fonti di flussi informativi e ruolo del *crowdfunding*
2. Investimenti finanziari *on line* e ruolo dell'informazione a garanzia della tutela dei terzi e della trasparenza del mercato: adeguatezza dell'operazione di investimento e funzione della Consob
3. La rete e la diffusione di *soft* e *hard information*
4. Obblighi informativi verso l'esterno
5. Obblighi informativi nella filosofia di *full disclosure*

1. *Voluntary disclosure* e trasparenza informativa degli enti societari che richiedono forme di investimento: eterogeneità delle fonti di flussi informativi e ruolo del *crowdfunding*

Nella prospettiva di ricerca delle forme di investimento *online* e del connesso ruolo dei flussi informativi, va, da subito, evidenziato come l'informazione societaria, intesa quale insieme degli adempimenti informativi e dei comportamenti che l'ordinamento prescrive, è ormai assunta al rango di bene pubblico, considerato che, pur avendo *prima facie* ad oggetto affari privati di persone fisiche e giuridiche, tuttavia essa risulta trascendere l'interesse di tali soggetti, investendo inevitabilmente anche le scelte ed i comportamenti degli *stakeholders*, portatori anch'essi di interessi meritevoli di tutela, e del mercato in generale¹.

La giustificazione dell'intervento imperativo del legislatore a sostegno della trasparenza informativa² prende le mosse dalla affermazione della valenza pubblicistica attribuita al bene-informazione societaria e dalla constatazione circa la tendenziale inadeguatezza ed insufficienza delle informazioni fornite dalle società su base volontaria (*voluntary disclosure*), in assenza di una qualsivoglia regolazione delle dinamiche di *disclosure* a livello normativo³.

La misura dell'ampiezza della *voluntary disclosure* scaturisce da un'analisi costi-benefici che l'emittente effettua, in quanto la produzione e diffusione di informazione innegabilmente comporta dei costi per i soggetti interessati. In particolare, l'informazione assume la veste di costo indiretto allorché la si ponga in relazione al pericolo di perdita di competitività, riflesso eventuale di una politica societaria orientata verso la trasparenza informativa⁴.

¹ Si consiglia la lettura di STIGLER, *The Economics of Information*, in 69 *Journ. Pol. Ec.*, 213 (1961); HIRSCHLEIFE, *Where We Are in the Theory of Information?* in 63 (2) *Amer. Ec. Rev.*, 31 (1973); HIRSCHCEIFER - RILEY, *The Analytics of Uncertainty and Information. An Expository Survey*, in 17 *Journ. Ec. Liter.*, 1375 (1979).

² Che si sostanzia nell'imposizione di un regime di *mandatory disclosure* o informativa obbligatoria.

³ BONAVERA, *Rapporto tra amministratori e società: parasubordinazione e rito applicabile* (nota a Cass. 7 marzo 1996, n. 1793), in *Le Società*, 7/1996, 797; BORGIOLO, *Rassegna di diritto societario (1977-1980) - Amministratori*, in *Riv. soc.*, 1984, 1245.

⁴ Cfr. COVELLI M.R., *L'organo amministrativo della s.p.a. nella proposta di V Direttiva CEE* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 124; CUPIDO, *Delibera del c.d.a. adottata col voto favorevole di uno solo degli amministratori*, in *Le Società - Casi e questioni*, 1990, Caso 296.

La ricerca di modalità organizzative dei mercati diverse dalle borse, con finalità di *crowdfunding*⁵, e dei cd. *mercati privati di strumenti finanziari* richiede una disciplina *ad hoc* che sia in grado, da un lato, di chiarire l'applicazione del diritto dei mercati finanziari a questo settore e, dall'altro, di superare il *trade-off* tra benefici di una distribuzione capillare degli strumenti finanziari, quale il *web* consente, e i costi di protezione degli investitori sollecitati. Il *crowdfunding* non viene regolato come fenomeno applicabile agli emittenti in genere, ma, all'opposto, viene prevista una normativa specifica e organica riferita alle *start-up* innovative, attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità della rete telematica.

L'informazione ha la caratteristica, una volta prodotta, di essere acquisibile, in linea di principio, da qualsiasi soggetto diverso dal produttore originario, ad un costo inferiore rispetto a quello sostenuto da quest'ultimo. In altri termini, si osserva che l'attività di produzione dell'informazione dà luogo in tal caso ad una esternalità positiva. Secondo la teoria dell'esternalità, quando i benefici di una determinata attività non ricadono interamente sul soggetto che li ha generati, la quantità di risorse che viene destinata alla predetta attività è inferiore alla quantità ottima dal punto di vista sociale.

Nella disamina dei possibili investimenti che per via telematica le società aperte possono richiedere al mercato dei terzi, constatata la presenza di tali esternalità, è opportuno indurre le società a destinare alla *disclosure* una quantità ottima di risorse solo qualora siano assicurati dei meccanismi in grado di internalizzare le esternalità, meccanismi, cioè, in grado di far ricadere sul soggetto che le ha prodotte i benefici da esse derivanti. Il dato normativo dovrebbe muoversi in questa direzione, attesa la asserita presenza di esternalità che non favoriscono chi diffonde informazioni⁶.

⁵ Il *crowdfunding* (*crowd*, folla e *funding*, finanziamento) o *finanziamento collettivo*, è un processo collaborativo di un gruppo di persone che utilizza il proprio denaro in comune per sostenere gli sforzi di persone e organizzazioni. È una pratica di micro-finanziamento dal basso che mobilita persone e risorse. Il termine trae la propria origine dal *crowdsourcing*, processo di sviluppo collettivo di un prodotto. Il *crowdfunding* si può riferire a iniziative di qualsiasi genere, dall'aiuto in occasione di tragedie umanitarie al sostegno all'arte e ai beni culturali, al giornalismo partecipativo, fino all'imprenditoria innovativa e alla ricerca scientifica. Il *crowdfunding* è spesso utilizzato per promuovere l'innovazione e il cambiamento sociale, abbattendo le barriere tradizionali dell'investimento finanziario. Negli ultimi anni, sempre più spesso è stato invocato come una sorta di panacea per tutti i mali e un'ancora di salvezza per le economie colpite dalla crisi finanziaria.

⁶ In arg. GRIPPO, *Alcune riflessioni sulla collegialità del Consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Giur. it.*, 1975, I, 71; GUIDOTTI, *Amministratore di fatto e negotiorum*

L'informazione va dunque considerata a pieno titolo come una variabile fondamentale nella determinazione dell'andamento dei mercati finanziari. Assumono rilevanza cruciale il contenuto e la modalità di circolazione dei flussi dell'informazione finanziaria. Al problema dell'incertezza si accompagna infatti la generale eterogeneità informativa che caratterizza gli operatori, a seconda dei rispettivi gradi di competenza specifica, di vicinanza alle fonti delle informazioni e di capacità di raccolta e analisi⁷.

L'eterogeneità informativa tra gli operatori produce sui mercati effetti rilevanti, che sono particolarmente evidenti nei rapporti bilaterali. Una situazione tipica è quella della presenza di asimmetria informativa, che si verifica quando un operatore è in possesso di informazioni di cui non dispone la sua controparte⁸.

L'asimmetria informativa non solo danneggia singoli operatori e investitori *online* meno informati, ma concorre anche a indebolire l'efficienza del mercato finanziario, minacciando, al limite, la sua stessa esistenza. In un quadro di scarsa omogeneità informativa, se gli investitori non sono in grado di valutare correttamente il grado di rischio dei diversi strumenti, privilegiano progetti rischiosi; altri progetti, meno rischiosi, saranno così privi di adeguati finanziamenti⁹.

gestio, in *Giur. it.*, 4/2000, 770; JAEGER, *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189.

⁷ Si veda MACRÌ G., *A proposito di rapporto amministratori-società: la c.d. parasubordinazione* (nota a Cass. 14 dicembre 1994, n. 10680), in *Le Società*, 5/1995, 635; MANFEROCE, *La proposta di V Direttiva CEE* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società", intervento), in *Le Società*, 2/1985, 166; MARZIALE, *La proposta di V Direttiva CEE sull'armonizzazione del diritto delle società: il fondamento giuridico e l'impatto sull'ordinamento italiano* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 121; MENGHI, *La cauzione degli amministratori dopo l'abrogazione dell'art. 2387, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 597.

⁸ CHIOMENTI, *Il principio della collegialità dell'amministrazione pluripersonale nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, I, 319; COLAVOLPE, *Condizioni per il cumulo dei rapporti di amministrazione e di lavoro dipendente* (nota a Cass. 12 gennaio 2001, n. 329), in *Le Società*, 6/2002, 690; COLLIA, *Natura del rapporto tra amministratore delegato e società* (nota a Trib. Bologna 4 luglio 2002), in *Le Società*, 2003, 1140.

⁹ Volendo definire, sotto l'aspetto economico aziendale, l'iniziativa economica, si può affermare che quando si pongono insieme, in modo organizzato, risorse e competenze, al fine di ottenere un predeterminato prodotto finale, in un periodo di tempo altrettanto definito e programmato, in realtà si dà luogo ad un *progetto*. Quando si parla di progetti, nei quali identificare gli specifici affari, si fa riferimento a progetti che abbiano un intento lucrativo da perseguire, che abbiano quali committenti soggetti esterni all'impresa, che conducano alla realizzazione di prodotti da cedere a terzi, non, invece, progetti che hanno un'utilità esclusivamente interna alla stessa impresa. Il campo di applicazione elettivo delle nuove

Si assisterà quindi a una distorsione delle condizioni di efficienza allocativa del mercato, con il progressivo rarefarsi delle possibilità di finanziamento. Si pone quindi il problema di introdurre forme di regolamentazione dei processi di formazione, diffusione e utilizzo dell'informazione anche telematici, volte a garantire le condizioni necessarie per l'efficienza dei mercati finanziari¹⁰.

L'allargamento della base di informazioni disponibili al mercato costituisce uno degli strumenti da privilegiare per ridurre il grado di incertezza e per agevolare il processo di allocazione ottimale delle risorse finanziarie. L'obiettivo di pervenire a un mercato efficiente sotto il profilo informativo può essere raggiunto con la puntuale individuazione e la conseguente regolamentazione di tutte le situazioni particolari in cui alcuni soggetti siano, anche solo potenzialmente, in grado di sfruttare la propria posizione per trarre profitto da situazioni di asimmetria informativa. Si deve

norme si ritrova in imprese che per loro natura già si ritrovano ad avere strutture organizzate per progetti o in ogni altra impresa che in via temporanea, sotto spinte di varia natura, ma in particolare legate alla necessità di migliorare e di potenziare la posizione competitiva sul mercato, intraprende progetti, magari sperimentali. La riuscita del progetto potrà anche indurre a creare nuove aree strategiche, a invadere nuovi mercati, a dar luogo a combinazioni durature con altre imprese, attraverso combinazioni e strutture di carattere stabile. Esistono imprese che per caratteristiche intrinseche si presentano elettivi campi di applicazione, in quanto usualmente organizzate per progetti, quali quelle di ingegneria, quella edile, quella di sviluppo software etc. In dette imprese, accanto ad una struttura di base di carattere permanente organizzata per funzioni, si ritrovano strutture che nel tempo variamente si modellano, si modificano e si ricompongono sulla base appunto di progetti a ciclo limitato nel tempo, in corrispondenza a specifiche e diversificate esigenze della clientela. La presenza di progetti può rinvenirsi anche in altre imprese, la cui organizzazione non è per sua natura strutturata su di essi, ma nelle quali le occasioni di intraprenderne possono essere varie. E' l'esigenza di una continua innovazione che spinge a creare progetti: per sviluppare nuovi prodotti, per sperimentare nuovi mercati ed entrare in nuove aree economiche. Quando il segmento patrimoniale oggetto di destinazione è impiegato per la realizzazione di una attività con contenuto innovativo risulta utile il ricorso a forme organizzative c.d. *adhocratica*. Le strutture *adhocratiche* sono usate da imprese che presentano progetti ad alto contenuto innovativo nei confronti della clientela (*adhocrazia* operativa) o verso se stesse (*adhocrazia* amministrativa). In tema si veda MINTZBERG, *Structure in Fives. Designing Effective Organizations*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1983.

¹⁰ ROSSI, *Le regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1/2001, 6; ABADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in Atti del Convegno di Alba del 20 novembre 2004, "La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema", in *Le Società*, 3/2005, 280.

procedere, di guisa, prevedendo nei confronti di questi soggetti da un lato obblighi di trasparenza, dall'altro controlli sui comportamenti¹¹.

Occorre distinguere le informazioni endogene, che derivano, per così dire, automaticamente dall'attività propria dei singoli soggetti, da quelle che sono invece il risultato di elaborazioni e di specifiche ricerche. Bisogna considerare che l'organizzazione di un processo di analisi e di produzione di nuovi flussi informativi da parte di singoli soggetti ha senso se è strettamente collegata alla possibilità di una fruizione esclusiva, o quantomeno prioritaria, da parte degli stessi soggetti¹².

Come esempio utile ai fini della presente indagine, la regolamentazione del fenomeno dei gruppi¹³ si presenta come una funzione complessa che deve puntare a favorire la compatibilità degli elementi di efficienza connessi alla forma organizzativa di gruppo con gli obiettivi di trasparenza e di tutela degli azionisti. Il gruppo non è regolamentato in maniera organica, ma con riferimento a specifici aspetti e con criteri non sempre omogenei per quanto attiene, per esempio, alla nozione di controllo¹⁴.

¹¹ Cfr. DOMENICHINI, *Amministratori di s.p.a. e azione di responsabilità* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società" su "Responsabilità di amministratori e sindaci", intervento), in *Le Società*, 5/1993, 612; DOMENICHINI, *Responsabilità civile degli amministratori ex art. 146 L.F.: gli amministratori di fatto* (commento a Trib. Milano, Sez. II Civ., 21 dicembre 1992), in *Società e diritto*, 1993, 355; EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 617; ENQUIRES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 144.

¹² PACCHI PESUCCI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606; PEDERZINI, *Investitura rappresentativa dell'amministratore delegato di società e opponibilità delle relative limitazioni ai sensi dell'art. 2384, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 613; PERASSI, *Sull'opponibilità ai terzi della dissociazione fra potere deliberativo e rappresentativo nella amministrazione di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1988, II, 99.

¹³ In tema si veda SPADA, *Gruppi di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, II, 221 ss.; GALGANO, *L'oggetto della holding è dunque l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. e impr.*, 1990, 401 ss.; ID., *Il punto sulla giurisprudenza in materia di gruppi di società*, in *Le Società*, 1991, 897 ss.; JAEGER, *Considerazioni "parasistematiche" sui controlli e sui gruppi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 476 ss.; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da "i battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, 48 ss.; MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, 753 ss.; GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841 ss.; BIN, *Gruppi di società e diritto commerciale*, in *Contr. e impr.*, 1990, 507 ss.; SALAFIA, *Patologia dei gruppi di società*, in *Le Società*, 1995, 1141 ss.

¹⁴ Attualmente, nella regolamentazione del mercato mobiliare, il gruppo è considerato con riferimento alla presentazione dell'informativa contabile, all'operatività dei gruppi sul mercato, ai passaggi del controllo, all'informativa sulle partecipazioni rilevanti, alla determinazione dei criteri di ammissione a quotazione.

Tale regolamentazione normativa è mirata a favorire la trasparenza di questa forma di organizzazione di attività economiche che, per sua natura, presenta elementi di scarsa chiarezza sistematica.

La scarsa trasparenza strutturale dei gruppi presenta caratteristiche fisiologiche, connesse al funzionamento di meccanismi allocativi che si svolgono all'interno del gruppo¹⁵. Sono però possibili anche manifestazioni di tipo patologico, dovute alla possibilità di comportamenti opportunistici derivanti dalle rilevanti asimmetrie informative, difficilmente sanzionabili con i tradizionali strumenti del mercato¹⁶.

La necessità di garantire adeguate condizioni di trasparenza è resa ancor più stringente dalla debolezza strutturale del meccanismo allocativo della proprietà e del controllo nel mercato italiano. Le funzioni che nei sistemi anglosassoni sono svolte dal mercato del *corporate control* e nei sistemi continentali dalle istituzioni finanziarie, nel sistema giuridico italiano hanno scarso sviluppo e rendono meno efficaci i meccanismi di formazione, diffusione e selezione delle informazioni che sono alla base di un efficiente mercato azionario¹⁷.

Il processo informativo interno risulta finalizzato alla corretta gestione dell'impresa, il processo informativo esterno tende verso l'esigenza di informazione e di controllo dei soci di minoranza, dei terzi e del mercato e

¹⁵ Cfr. in arg. SPADA, *L'amministrazione delle società per azioni tra interesse sociale e interesse di gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 233 ss.; FERRO-LUZZI, MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 419 ss.; VELLA, *Le società holding*, Milano, 1993; LAMANDINI, *Il "controllo": nozione e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1995; SCOGNAMIGLIO, *Gruppi di imprese e diritto delle società*, Roma, 1989; ID., *Prospettive della tutela dei soci esterni nei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 1995, 420 ss.; LIBONATI, *Responsabilità della capogruppo per impegni assunti dalle società controllate*, in *Quaderni Giur. impr.*, 1991, n. III, 5 ss.; BONELLI, *Il conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 219 ss. Per l'aspetto economico (aggiornato) del fenomeno gruppi cfr. anche BARCA, *Il gruppo nei modelli delle imprese: profili teorici, verifiche empiriche e spunti per una riforma*, in *I gruppi di società*, I, 83 ss.

¹⁶ In tema ROSSI-STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 4 ss.; va notato come la società si muova su due piani, o meglio, su due diversi mercati, vale a dire quello merceologico (i beni e i servizi prodotti) e quello finanziario.

¹⁷ Per una visione comparatistica si veda KRONMAN, *Mistake, Duty of Disclosure, Information and Law of Contracts*, in *Journal of Leg. Stud.*, 1978, 4; BEALES-CRASWELL, SALOP, *The Efficient Regulation of Consumer Information*, in *Journal of Law & Econ.*, 1981, 491; SCHULZE-EBERS-GRIGOLEIT, *Informationspflichten und Vertragsschluss im Acquis communautaire*, Tübingen 2003, con recensione di TROIANO in *Riv. dir. civ.*, 2005, 94; HERTEUX, *Les informations des actionnaires et des épargnants. Etude comparative*, Paris, 1961; BALATE - STUYCK, *Pratiques du commerce. Informations et protection du consommateur*, Bruxelles, 1988.

verso la corretta ricostruzione del patrimonio della società e dei singoli rapporti posti in essere nell'esercizio dell'attività sociale¹⁸.

Atteso che secondo la teoria dell'agenzia l'amministratore è l'agente e il socio è il principale, l'agente, se vuole ridurre la propria responsabilità, deve portare a conoscenza dei soci le decisioni in ordine all'affare sociale prima di porlo in essere¹⁹.

2. Investimenti finanziari *on line* e ruolo dell'informazione a garanzia della tutela dei terzi e della trasparenza del mercato: adeguatezza dell'operazione di investimento e funzione della Consob

Occorre, ora, indagare le concrete modalità di esercizio dei possibili investimento e le adeguare forme di esteriorizzazione dei dati sensibili. Per quanto concerne l'informativa ai clienti, la prestazione *online* dei servizi di investimento non esonera l'intermediario dagli obblighi derivanti dalla vigente normativa. In particolare l'art 21 del TUIF dispone che l'intermediario deve «*acquire le informazioni necessarie dai clienti e fare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*».

L'intermediario dovrà pertanto dotarsi di procedure e tecniche operative che gli permettano di fornire all'investitore i dati relativi all'investimento. Il regolamento 11522 prevede più specificatamente l'obbligo dell'intermediario di consegnare il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (anche con riferimento ai servizi accessori a questi collegati), obbligo che potrà essere adempiuto anche mediante sito Internet c.d. informativa finanziaria. Inoltre una comunicazione Consob di Aprile, rileva come in un contesto che richiede agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, e in ragione del generale dovere di "comportarsi con correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti", essi devono altresì far presente agli investitori, prima dell'avvio della prestazione del servizio, che la modalità di esecuzione *on line* può indurre il risparmiatore a moltiplicare le transazioni operando in una prospettiva "*intraday*"; per cui vanno segnalati i rischi e i

¹⁸ In tema ZAMPERETTI, *Il "nuovo" conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Le Società*, 9/2005, 1085.

¹⁹ PAVONE LA ROSA, *La disciplina della grande impresa tra disciplina della struttura societaria e disciplina del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 137; ID., *Proposte di disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 577; PISONI-PUDDU, *Società quotate in borsa: i principali indicatori*, in *Impresa*, 2002, 1526.

costi in termini di commissioni (queste ultime anche se di ammontare unitariamente minore)²⁰.

Obbligo quest'ultimo che non si esaurisce alla prima operazione di *trading* ma è ricorrente. Oltre a informare gli investitori, gli intermediari devono acquisire da essi le informazioni necessarie. Un intermediario deve valutare l'adeguatezza delle singole operazioni disposte dagli investitori ai sensi dell'art 29 del reg. 11522/1998, "rispetto al profilo dell'investitore", ossia predisponendo a tal fine procedure predefinite che tengano conto delle caratteristiche oggettive dell'operazione considerata in rapporto al profilo soggettivo del cliente. In tal senso andranno acquisite informazioni dall'investitore con riferimento alla sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, la sua propensione al rischio²¹.

La disciplina vigente non precisando le modalità di acquisizione delle informazioni dagli investitori, lascia agli operatori ampia discrezionalità. Nel panorama delineato una posizione di rilievo ricopre la Consob che, oltre ad essere autorità designata per l'esercizio dell'attività di vigilanza per i profili di sua competenza, diventa il catalizzatore delle nuove energie che mercato e investitori vanno via via generando. Il suo ruolo in una prospettiva che veda andare di pari passo l'innovazione tecnologica e l'evoluzione giuridica si connota di caratteri significativi e allo stesso tempo complessi²².

In negativo può senza dubbio dirsi che l'Autorità non dovrebbe ostacolare l'utilizzo della rete Internet da parte degli operatori (intermediari, emittenti, risparmiatori, mercati, fornitori di ricerca economica) costituendo esso mezzo propulsivo dello sviluppo del mercato; in positivo e in esecuzione delle sue generali funzioni, dovrà impiegare la rete quale

²⁰ Vedi GALLI, *Contraffazione web e luxury goods: le sfide del commercio elettronico al sistema della moda*, in *Dir. ind.*, 2013, 342; SAMMARCO, Vincenti, *Linee di evoluzione del commercio elettronico - Verso la smarteconomy*, in *Disciplina comm.*, 2012, 57; FICOLA, SANTACROCE, *Esteso agli operatori comunitari il regime speciale dei servizi di «e-commerce»*, in *Corr. trib.*, 2012, 1145; DI NANNI, *Gli strumenti di pagamento nel commercio elettronico: verso la scomparsa della moneta cartacea?*, in *Dir. e giur.*, 2007, 499; BUFFA, *Profili penali del commercio elettronico*, Milano, 2006; GUARDA, *Sicurezza dei pagamenti e privacy nell'e-commerce*, in *Dir. Internet*, 2005, 91.

²¹ PASQUINO, *Commercio elettronico*, in MARTUCCELLI, PESCATORE (a cura di), *Diritto civile, Dizionari di Diritto Privato promossi da Natalino Irti*, Milano, 2011, 277.

²² V. GAMBINO, *L'accordo telematico*, Milano, 1997; NAZZARO, *Riflessioni sulla conclusione del contratto telematico*, in *Informatica e dir.*, 2010, 7; AZZARRI, *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010, 301; FOLLIERI, *Il contratto concluso in Internet*, Napoli, 2005; TARRICO, *Volontà e accordo nella contrattazione telematica*, in *Nuova giur. civ.*, 2003, II, 201; FERRI, *Il ruolo della volontà negoziale ed il documento informatico*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 281.

strumento di vigilanza e di comunicazione con il mercato favorendo la qualità dell'informazione nella rete e, prevenendo (e quando occorre reprimendo) gli utilizzi fraudolenti della stessa, educare gli investitori all'utilizzo consapevole dell'informazione²³.

L'azione della Consob, al fine di monitorare le attività su Internet, risulta tanto più efficace quanto più ad ampio spettro sono le informazioni di cui essa venga in possesso. Sarebbe auspicabile, pertanto, la costituzione di un patrimonio informativo di vigilanza, disponibile su Internet al mercato e a tutti i potenziali utilizzatori, condiviso a livello di organismi sopranazionali di nuova costituzione, posti sullo stesso piano di organizzazioni esistenti (IOSCO o UE) con forti capacità di indirizzo e coordinamento di tipo normativo e operativo. In quest'ottica è auspicabile l'elaborazione da parte della Consob di regole aggiuntive, specifiche e generiche relative alla diffusione di informazioni e al controllo sulla loro osservanza. Un mercato efficiente presuppone una capillare diffusione di informazioni tra tutti i partecipanti al mercato al fine di evitare asimmetrie informative tali da impedire il funzionamento del mercato globale²⁴.

L'investitore, poi, solo se in possesso di tutte le informazioni disponibili sarà in grado di valutare correttamente le sue scelte, la c.d. attitudine selettiva dell'investitore. Con le comunicazioni della Consob che sono state analizzate in questo scritto, sono state fissate in linea generale quantità, qualità e modalità dell'informazione da rendere al mercato e agli investitori al fine di garantire il rispetto di uno standard. Sono tuttavia "comunicazioni", manifestazione dell'attività di "giurisprudenza creativa" dell'autorità di vigilanza: precetti non vincolanti ma che impegnano i soggetti vigilati in quanto costituiscono le linee guida su determinati aspetti dell'attività di vigilanza. In tal modo si orientano e si promuovono i risultati desiderati attraverso un'azione persuasiva, secondo le tecniche della *moral suasion*.

In linea generale l'utilizzo di Internet nella finanza non presenta alcuna limitazione giuridica, ma la Consob potrà intervenire con adattamenti coerenti alle specificità dello strumento, ossia cercando di coniugare il carattere di "libertà" rappresentato da Internet con l'esigenza di tutela degli interessi generali degli investitori; regole flessibili che si adattino ad ogni contesto operativo. Sono state delineate, a seguito di studi di ricerca, alcune ipotesi di intervento della Consob con riferimento all'attività di

²³ Cfr., ARANGUENA, *Sospensione di un account su ebay: il contratto telematico B2B tra accettazione point and click e tutela dell'accesso al mercato del commercio elettronico*, in *Dir. inform. e informatica*, 2012, 1174.

²⁴ Vedi ROPPO, *From Consumer Contracts to Asymmetric Contracts: a Trend in European Contract Law?*, in *Eur. Rev. Contract Law*, 2009, 304 ss.

collocamento e offerta fuori sede: a) previsione di un archivio dei prospetti elettronici; b) definizione dei criteri di esecuzione in Italia delle offerte transfrontaliere; c) ricezione dati e segnalazioni di vigilanza via Internet; d) partecipazione alle assemblee societarie via Internet. In definitiva essendo Internet un fenomeno transnazionale richiede un'ottica di vigilanza che adotti comportamenti e strategie coerenti²⁵.

Questi aspetti attengono alla trasparenza e al valore vitale che la circolazione delle informazioni riveste nell'ambito dei processi decisionali e della tutela dei vari interessi coinvolti nelle dinamiche aziendali. Si può dire che la funzione svolta dal controllo sulla gestione è in gran parte finalizzata proprio a garantire la trasparenza e la corretta e regolare circolazione delle informazioni. Il valore della regolare circolazione di informazioni attendibili è avvertito come un principio fondamentale da tutte le categorie di soggetti che hanno a che fare con l'impresa e soprattutto dagli investitori²⁶.

È appunto questo grande apprezzamento che i mercati finanziari mostrano verso le informazioni, che spinge a ritenere che la capacità dell'impresa di comunicare notizie attendibili circa la propria situazione ed evoluzione economica e patrimoniale, diventerà sempre più uno strumento di competitività (anche nella raccolta di risorse finanziarie): i mercati infatti, nel medio e lungo periodo, premiano le imprese che garantiscono un elevato livello di trasparenza informativa e che, quindi, vengono considerate soggetti credibili, ossia soggetti verso i quali esiste consenso²⁷.

È per questo che molte istituzioni o associazioni di categoria, sia in Italia che all'estero, hanno provveduto già da parecchio tempo a diffondere raccomandazioni o regolamenti concernenti gli obblighi informativi che le imprese devono rispettare e più in generale i controlli interni. In Italia gli enti che forse hanno più contribuito in questo senso sono state Consob e Borsa Italiana. Da parte della prima vanno innanzitutto segnalate la Raccomanda-

²⁵ Si veda PERLINGIERI, *L'informazione e il contratto*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003, 367 ss.

²⁶ Cfr. LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le Società*, 1999, 142 ss. in generale sul tema delle comunicazioni societarie ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, 520 ss.

²⁷ Cfr. MONTAGNANI, *"Il mercato chi è?": prime osservazioni sulla riforma del diritto (penale) societario, scritta dai vincitori*, in *Riv. soc.*, 2002, 1157, il quale osserva come le soluzioni prospettate in sede di riforma «... accentuino la micro-visione degli interessi coinvolti dalla gestione societaria, la correttezza della quale non è più valore autonomamente perseguito e tutelato, sottraendo ad ogni imbarazzante ingerenza organismi che, proprio per l'assenza di dialettica interna, di controllo esterno più hanno bisogno, e aggravando il mercato delle "rinunce" pilotate, cui l'autonomia del ruolo del p.m. poneva un qualche argine».

zione del 20 febbraio 1997 (in cui è stata particolarmente sottolineata l'importanza della trasparenza e dell'informazione societaria) e il Regolamento del 6 aprile 2000; mentre da parte della seconda gli interventi più significativi sono state le "Linee guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance" e, ovviamente, il già più volte citato Codice di Autodisciplina delle società quotate²⁸.

La trasparenza diventa valore di fondo della *corporate governance* promuovendo la necessità che le imprese si dotino di strutture idonee a garantire la circolazione delle informazioni²⁹. In conclusione, ciò che resta da aggiungere è che i due aspetti che rilevano maggiormente in proposito sono, da un lato la qualità dell'informazione fornita (vale a dire il suo grado di attendibilità e veridicità e la sua verificabilità) e dall'altro la frequenza con cui le informazioni vengono rese pubbliche³⁰.

3. La rete e la diffusione di *soft* e *hard information*

In funzione delle informazioni da fornire ai fini di adeguati investimenti da effettuarsi online, nelle società quotate si passa dalla *hard information*, quale mera comunicazione solida dei numeri, alla *soft information*, vale a dire informazione non verificabile, priva di un riscontro fattuale.

²⁸ Cfr. MORELLI, *Causalità tra comportamento degli amministratori e danno arrecato* (nota a Trib. Trieste 12 dicembre 1992), in *Le Società*, 6/1993, 807; PATRICELLI, *A proposito di amministratore di fatto* (nota a Cass. civ. 12 gennaio 1984, n. 234), in *Giust. civ.*, 1984, I, 3108; PELLECCIA, *Responsabilità solidale di amministratori e sindaci di società per azioni: riflessioni a margine di un revirement giurisprudenziale*, in *Contr. e impr.*, 1993, 436; PETRAZZINI, *Note in tema di società fiduciaria e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. it.*, 6/2000, 1234; PICCINI, *Evoluzione delle idee sulla amministrazione della società. Le responsabilità degli amministratori e dei principali azionisti di una società*, in *Rass. forense*, 1981, 461.

²⁹ Il consenso nasce infatti da una conoscenza diffusa da parte della comunità economica di dati e informazioni che consentono di valutare la capacità dell'impresa di generare profitto; non è possibile fornire una valutazione su ciò che non si conosce e qualsiasi tentativo di farlo porterebbe a risultati distorti. In definitiva, l'informazione corretta e trasparente è l'elemento che consente a tutti i soggetti di effettuare scelte consapevoli di investimento, basate sul confronto tra le varie proposte e costituisce il fondamento di un sistema concorrenziale efficiente, favorendo l'incontro tra domanda e offerta in COSTANZO- SANGUINETTI, *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Milano, EGEA, 2003.

³⁰ Cfr. COSTI, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Le Società*, 1998, 879, il quale ivi afferma molto efficacemente "la trasparenza diventa un bene pubblico che l'ordinamento garantisce".

L'informazione societaria è concetto latamente diverso da quello di previsione, quale evoluzione insuscettiva di fornire dati ed elementi numerici concreti di raffronto e capace di rappresentare modifiche di scarsa importanza ed attendibilità³¹.

Per le società quotate la *soft information* acquisisce un ruolo determinante in quanto destinata a rappresentare, in tutto o in parte, all'esterno la situazione economico-finanziaria della società e, di guisa, influenzare le scelte degli investitori. I dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, terzo comma, c.c. si collocano in un quadro di riferimento di studi di mercato e di *budget* per essere attentamente analizzati dagli *stakeholders*, al contrario, l'informazione di natura previsionale risulta priva di attualità³².

Il ruolo dell'informazione all'interno delle dinamiche sociali è connesso alla concentrazione proprietaria, alla nascita di un mercato per il controllo del capitale e al conseguente fenomeno della contendibilità del controllo. La contendibilità del controllo e il contesto competitivo che essa genera hanno importanti riflessi sulle *performance* dell'impresa. Il controllo sul capitale infatti si ottiene e si perde sul mercato, ed è il mercato appunto a determinare anche il successo o il crollo di una società.

La non contendibilità, ovvero la scarsa apertura all'apporto di capitale di rischio da parte di terzi, costituisce un freno alla crescita dimensionale, ma la crescita dimensionale è indispensabile al raggiungimento di economie di scala senza le quali l'economicità della gestione non è più garantita³³.

I possibili comportamenti scorretti degli amministratori (i c.d. *agent* secondo la teoria dell'agenzia), gli abusi a danno degli azionisti di minoranza, i conflitti tra azionisti di riferimento rappresentano ostacoli al corretto funzio-

³¹ Al riguardo si legga DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 39 e GUIDANTONI, *La riforma societaria e i nuovi obblighi di informativa: le comunicazioni infrannuali*, in *Società*, 2004, 1352.

³² FAUCEGLIA, *Note in tema di rappresentanza nelle società per azioni* (nota a Cass. civ. 9 novembre 1983, n. 6621), in *Giur. comm.*, 1985, II, 482; ID., *Profili del potere degli amministratori in tema di aumento del capitale sociale* (nota a Trib. Palermo 11 ottobre 1983), in *Giur. merito*, 1985, 626; FERRARI, *Opponibilità ai terzi delle limitazioni al potere di rappresentanza* (nota a Cass. 8 novembre 2000, n. 14509), in *Le Società*, 4/3001, 418

³³ In tema JAEGER, *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 1986, 616 e ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

namento degli organi societari e costituiscono intralci alla crescita economica della società³⁴.

Raggiunti certi livelli dimensionali, il reperimento di risorse non può più avvenire attraverso l'autofinanziamento o il ricorso al capitale di debito, perciò si impone che la società si rivolga al mercato per attirare i mezzi di cui necessita³⁵. Gli investitori decidono di acquistare azioni di una società quotata sulla base dei profitti futuri che da questa si aspettano di ottenere³⁶.

L'informazione costituisce nei confronti dei finanziatori una delle garanzie che gli imprenditori possono negoziare per riuscire ad ottenere crediti, evitando forme di ingerenza diretta nel controllo societario; viene a crearsi un evidente nesso di causalità tra esercizio trasparente dell'attività d'impresa ed acquisizione di finanziamenti. Le società quotate saranno incentivate a offrire informazioni che siano chiare e veritiere³⁷, avvalorate da certificazioni esterne che rafforzano la reputazione aziendale, avendo in cambio di potere minimizzare il costo e i tempi di erogazione del finanziamento.

La divulgazione di informazioni sui progetti che la società ha intenzione di portare a compimento consente di recuperare lo svantaggio nella ricerca dell'equilibrio finanziario migliore, riducendo le asimmetrie informative³⁸

³⁴ Cfr. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 33; NOVAK - MC CABE, *Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director*, in *Corp. Gov. Eur. Rev.*, 2003, 301; ONADO, *Mercati e intermediari finanziari-economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 14.

³⁵ Per un maggior approfondimento si legga BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile* diretto da PERLINGIERI, Napoli, 10 ss.; TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da GALGANO, XXXV, Padova, CEDAM, 2006, 81 ss.

³⁶ In argomento si veda COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995, 3 ss.; EASTERBROOK - FISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 10 ss.

³⁷ In tema BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001, 20.

³⁸ Con l'espressione asimmetria informativa si fa riferimento al fatto che le informazioni sono distribuite in modo e quantità diverse tra i vari soggetti che operano in un determinato contesto. La presenza di asimmetrie informative ostacola il raggiungimento di un ottimo sociale attraverso la libera contrattazione tra le parti. L'asimmetria informativa genera due problemi: l'azzardo morale (*moral hazard*) e la selezione avversa (*adverse selection*). L'azzardo morale si ha quando l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*. Se il *principal* può disporre di informazioni dettagliate sul comportamento dell'*agent*, quest'ultimo farà attenzione a mettere in atto comportamenti scorretti per la paura di essere scoperto. Nel caso dell'azzardo morale, l'*agent* si lascia andare a comportamenti scorretti perché sa che il *principal* non può disporre di abbastanza informazioni per scoprire tali scorrettezze. La selezione avversa si ha quando il *principal*, nello scegliere l'*agent*, non può fare una scelta ottimale per-

per potenziali futuri finanziatori e creditori sociali di guisa che questi vengano indotti a richiedere forme di garanzie sempre minori³⁹.

Informazione e previsione sono concetti diversi essendo la previsione sganciabile da elementi numerici concreti e tesa a rappresentare evoluzioni di modesta attendibilità, dettate dalla finalità di giustificare al consiglio gli scarsi risultati della gestione fino a quel momento condotta.

L'atteggiamento degli organi delegati dovrà dunque conformarsi a prudenza, cercando di osservare e rappresentare la prospettiva dell'attività gestionale in termini di probabilità, vale a dire ancorare le previsioni sull'evoluzione gestionale a elementi radicati nella realtà.

Non a caso la norma circoscrive le previsioni degli organi delegati unicamente alla evoluzione prevedibile, a quegli sviluppi cioè che, secondo *l'id quod plerumque accidit* conseguono a un determinato complesso di

ché non dispone di abbastanza informazioni per valutare con precisione le capacità effettive di ogni candidato. La scelta che viene fatta non è ottimale perché esclude, da un lato la scelta peggiore, ma dall'altro anche quella migliore.

³⁹ MARSH suddivide la *soft information* in tre principali sottocategorie: proiezioni di guadagni futuri (*projections of future earnings*); valutazioni dei cespiti diverse dai valori di bilancio (*appraisals of assets*); giudizi sulla capacità e rispettabilità del management (*evaluations of management*). SCHNEIDER sottolinea il fatto che la *soft information* non è agevolmente definibile e che tra essa esistono molte categorie di informazioni che non esauriscono il genere, tra di esse egli ricorda: proiezioni e previsioni contenute nei piani e nei *budget* della società emittente (proiezioni di vendite, incidenza dei costi operativi in relazione al livello di fatturato, oneri finanziari previsti in relazione agli investimenti futuri, etc...); informazioni relative all'attività futura della compagnia in relazione al suo mercato, dati statistici sui suoi concorrenti (utili per valutare la quota e la forza di mercato della compagnia in esame); valutazioni riguardanti la competenza e l'integrità del *management*; stime sul valore dei beni patrimoniali differenti dai valori ufficiali di bilancio; asserzioni della dirigenza relative alle motivazioni che hanno portato il *management* a prendere determinate decisioni, come l'approvvigionamento di fattori produttivi da altro fornitore o l'interruzione della collaborazione con un consulente esterno, il tutto per fornire al lettore dell'informazione elementi di verifica oggettiva dei comportamenti aziendali. KRIPKE definisce la politica di trasparenza della SEC una *backward-oriented disclosure* cioè orientata al passato: in essa si trattano solo i fatti che sono solo la base ragionevole su cui effettuare le previsioni del futuro necessarie per determinare il dato di sintesi consistente nel valore della *security*. La conseguenza di tutto ciò significa la soppressione della chiave assoluta dell'informazione di ogni investitore potenziale di valori mobiliari che è rappresentata dalle proiezioni del *management*. Nel normale corso della gestione il *management* oltre a preparare *budget* e formulare proiezioni concernenti risultati economico-finanziari (come vendite, spese e profitti) spesso sviluppa o ha a disposizione molti altri tipi di informazioni prospettiche non riferite specificamente a risultati economico-finanziari ma riguardanti materie come: a) piani per i suoi prodotti, programmi di *marketing*, metodi di finanziamento del personale, strategie generali del *business*; b) piani di espansione, contrazione o ridirezione degli affari; c) piani di acquisizione di altre compagnie; d) informazioni sui beni patrimoniali esistenti che includono proiezioni ragionevoli sul reale valore di essi rispetto a quello iscritto nei libri contabili (*book value*).

circostanze di fatto, secondo un metodo che si fondi su elementi gravi, precisi e concordanti e non su astratte e generali considerazioni di natura economica. La norma sembra qui richiamare la proiezione dell'attività gestionale a un postulato intrinseco di razionalità⁴⁰.

Il tema in esame è di particolare delicatezza per le società quotate, in quanto la *soft information*⁴¹ è destinata a riversarsi, in tutto o in parte,

⁴⁰ ROVELLI, *Limiti alla delega di poteri amministrativi* (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.), in *Le Società*, 12/1989, 1319; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 6/1986, 616; ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 2/1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

⁴¹ La SEC, in un suo rapporto del 1969, affermava: «Un reale pericolo emerge, dai casi studiati e passati in rassegna dalla Commissione, ed è che alle proiezioni che appaiano nei prospetti e negli altri documenti obbligatori previsti dalla legge sulle *securities* sia accordata una grande misura di validità, rispetto a quella che realmente meritano, dagli *unsophisticated investors*». Da ciò emerge che la SEC nel decidere il proprio orientamento fu influenzata, principalmente, dalla paura che gli investitori potessero dare troppa credibilità alle informazioni *forward - looking*. SCHNEIDER critica tale approccio e pose in evidenza il fatto che la Commissione sottovalutò le capacità dei risparmiatori, i quali sono abituati a trattare con la *soft information* attraverso i normali meccanismi dei mercati. Attraverso un'analisi costi/benefici, il beneficio derivante da un maggior grado di informazioni rilevanti nel documento istituzionale adibito alla sollecitazione del pubblico risparmio giustifica il rischio, definito minimo, che alcuni risparmiatori attribuiscono un'alta credibilità alle informazioni *soft*. Quindi in considerazione del fatto che i risparmiatori si rivolgeranno ai *professional* è necessario che il *prospectus* contenga le informazioni rilevanti affinché gli *experts* compiano le valutazioni opportune, anche e soprattutto, per conto dei piccoli investitori. Pur partendo da posizioni dottrinali differenti KRIPKE e SCHNEIDER concordano sul fatto che il *prospectus* debba contenere tutta l'informazione rilevante, così come previsto dal *Securities Act* del '33, e che tra le informazioni rilevanti non possono non essere comprese le rilevazioni *soft* contenute in gran parte nelle previsioni effettuate dal *management*. Su posizioni diametralmente opposte si situa MARSH il quale ritiene che le cosiddette proiezioni del *management* non contengono un giudizio realistico ed imparziale ma rappresentano piuttosto la speranza della gestione, dopo avere scontato tutti gli effetti sfavorevoli. L'autore risulta pertanto essere in sintonia con la posizione della SEC, che ritenne l'inclusione delle proiezioni nel *prospectus* pericolosa per l'investitore che in considerazione della loro obbligatorietà sarebbe portato ad accordare ad esse un elevato livello di autenticità. Altro elemento che influenzò la linea adottata dalla SEC fu quello indicato nel punto sub 2) e cioè la potenziale responsabilità prevista dal Par. 11 e dalla rule 10b-5 antifrode del *Securities Act* del '33, alla quale sarebbero sottoposti gli emittenti per l'eventuale falsità delle informazioni riportate nel documento informativo. Il Par. 11 del *Securities Act* del 1933 impone responsabilità civile (*civil liability*) sugli emittenti (*issuer*), gli ufficiali e i direttori, gli *underwriters*, i contabili, gli ingegneri e in genere agli altri esperti che hanno contribuito alla redazione del prospetto, nel caso che il *registration statement* contenga informazioni non rispondenti alla verità oppure ometta fatti rilevanti necessari per non dare alle informazioni un significato ingannevole. Qualsiasi persona che ha acquistato una *security*, coperta dal *registration statement*, può chiamare in giudizio l'emittente (e gli esperti che hanno partecipato alla redazione del *prospectus* per le parti da loro curate) per re-

all'esterno della società e a influenzare conseguentemente le scelte degli investitori. Vi sono, da un lato, i dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, terzo comma, c.c., che si inseriscono in un quadro di riferimento preciso fatto di studi di mercato e di *budget* e che possono essere attentamente analizzati, dall'altro vi è una informazione previsionale non corredata di un supporto fattuale preciso.

Momento d'analisi per l'informativa endoconsiliare delle società non quotate, può essere ravvisato nella disciplina dell'art. 6 della sezione IA.2.17 delle *Istruzioni al Regolamento dei Mercati*, le cui modifiche, in vigore dal 1° febbraio 2005, regolano i comunicati *price sensitive* inerenti a dati previsionali o obiettivi quantitativi⁴².

cuperare la differenza tra il prezzo pagato per la security (ma non più del prezzo di offerta pubblica) ed il prezzo al quale il possessore può smobilizzare l'investimento (se ancora lo possiede), o il suo valore al tempo in cui lo ha venduto. Sotto il Par. 11 una richiesta fatta da un acquirente può essere rigettata, se l'imputato è in grado di dimostrare che l'acquirente (attore) conosceva la falsità della notizia, o l'omissione all'epoca in cui ha acquistato la *security*.

⁴² La SEC generalmente optò per l'esclusione di gran parte della *soft information* dal *prospectus*, soprattutto in considerazione del fatto che risulta più difficile verificare l'inaccuratezza di una informazione prospettica e quindi la limitazione delle rilevazioni obbligatorie alla *hard information* rende più facile il compito della Commissione e della magistratura nello stabilire eventuali responsabilità per informazioni inadeguate. Tuttavia gli emittenti possono volontariamente inserire nel prospetto le proiezioni del proprio management ed altri elementi di *soft information*, salvo tuttavia essere sottoposti, anche per tali informazioni, alla responsabilità civile (*civil liability*) nei confronti degli acquirenti in caso di inclusione nel documento di informazioni ingannevoli o false, prevista dal Par. 11e dalla rule 10b-5 del *Securities Act* del '33. Ciò ha portato gli emittenti di *securities* a costituire dei prospetti molto accurati, carichi di informazioni storiche, contenenti poche informazioni prospettiche e peraltro molto caute sul futuro andamento della società. Quella che è stata definita da Schneider la "conspirazione del silenzio" della SEC contro le *forward - looking information*, ha fatto sì che nella realtà le informazioni prospettiche vengano dischiuse dai venditori dei valori mobiliari, che spesso suppliscono alla mancanza di *soft information* nel *prospectus* con informazioni supplementari contenute in *investment memorandum* che non sono previsti dai regolamenti della SEC e indi non sono comunicazioni ufficiali. La stessa magistratura statunitense sottolineò la scarsa efficacia del prospetto, così come concepito dagli schemi regolamentari, a livello informativo. In un passaggio della sentenza "Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp." si legge: «Nel quadro offuscato delle tecniche di redazione del *prospectus*, la buona informazione dell'investitore è dovuta molto alla misericordia dell'emittente. Egli non può dalla lettura del prospetto discernere il merito dell'offerta». Il vero problema dei valori mobiliari è che la cautela contenuta nel processo di *disclosure* ha prodotto articoli così dettagliati che pochi investitori possono fare uso di essi. Per prendere un'informata e realistica decisione di investimento i risparmiatori hanno bisogno di informazioni circa il futuro della società; infatti, gli investitori, a seconda della loro propensione al rischio, possono guardare principalmente alla prospettiva di incassare ora (reddito da dividendo) o in futuro (apprezzamento, liquidazione). GORMLEY sostenne anche la necessità dell'investitore di disporre delle informazioni prospettiche di altri titoli, al fine di effettuare una comparazione significativa (*meaningful comparison*)

Il testo del comunicato deve contenere la precisazione che i dati prospettici sono vere e proprie previsioni o obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale; vanno illustrate le principali ipotesi che hanno condotto alla formulazione dei dati prospettici, con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, ai tassi di cambio, alla situazione del mercato di riferimento, segnalando quelle che riguardano fattori al di fuori del controllo della società e devono essere infine indicate le eventuali modifiche di precedenti stime comunicate al pubblico dalla società⁴³.

tra le varie opportunità di investimento. Tutte le cosiddette informazioni *material*, cioè rilevanti ai fini della valutazione della security. *Information is material when a reasonable investors might (consider the information) important in making an investment decision.* KRIPKE fa notare che la contabilità basata esclusivamente su costi storici della società, così come riportata nel prospetto, semplicemente non riflette la realtà, e pone l'accento ad esempio sulla discrepanza tra i dati riportati in bilancio sul valore dei beni e la loro reale valutazione, che non consente di ottenere un quadro trasparente della situazione patrimoniale, conosciuta dal management della società. GORMLEY sottolinea la necessità di includere dettagliate informazioni sul *cash flow* per potere avere una chiara visione della dinamica reddituale - finanziaria della compagnia. Essenzialmente l'informazione da includere nel *prospectus* deve possedere due caratteristiche fondamentali: affidabilità e rilevanza. BRUNDNEY nota che l'affidabilità di un evento passato *hard information* è più elevata di quella di una asserzione di un evento futuro o contingente; per il resto è più rilevante un'asserzione di eventi contingenti o futuri rispetto un'asserzione di eventi passati. E' evidente che gli schemi di *prospectus* dovrebbero essere disegnati tenendo conto delle esigenze di affidabilità e di rilevanza, garantendo un adeguato livello di entrambe, e al tempo stesso dovrebbero essere concepiti in modo da essere elastici al fine di adeguarsi alle diverse fattispecie che nella realtà della pubblica sollecitazione possono verificarsi. Il problema dell'elasticità del *prospectus* rispetto alla situazione concreta è importante, perché un'eccessiva standardizzazione se da un lato consente di ottenere un elevato grado di affidabilità del quadro informativo, dall'altro può ingessare il processo informativo che verrebbe meno in termini di rilevanza, non sapendosi adeguare a situazioni concrete che si discostano dai canoni medi sul quale necessariamente è basato il disegno di standardizzazione. Come osservato da BRUNDNEY, alcuni articoli di informazione possono essere più rilevanti e affidabili di altri nel caso concreto, ad esempio nel caso di informazioni riguardanti i guadagni passati di una particolare area che possono essere più rilevanti delle informazioni sui guadagni passati dell'intera impresa.

⁴³ Cfr. BIANCHI, *Considerazioni introduttive alla Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 405; MARCHETTI, *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. soc.*, 1996, 418; ID., *Il sistema legislativo italiano e i sistemi di governo*, dagli atti del convegno di Assolombarda "I meccanismi dell'integrità aziendale: il sistema di corporate governance", Milano, 1996, 42; ID., *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 573; PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, 420.

4. Obblighi informativi verso l'esterno

Le informazioni dirette al pubblico servono essenzialmente per dare notizia a chiunque ne abbia interesse delle caratteristiche economiche e giuridiche dei titoli emessi dalle società quotate nei mercati regolamentati, nonché dei momenti essenziali della vita delle stesse società, la cui conoscenza possa influire sulle decisioni sia dei soci per il mantenimento della loro partecipazione o del possesso di titoli obbligazionari o similari, sia dei terzi che vadano alla ricerca di buone occasioni per l'investimento dei propri risparmi.

In questa categoria si possono comprendere le informazioni che devono rendere al pubblico dei clienti i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, i quali sono tenuti ad acquisire le notizie necessarie dai clienti e ad operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; quelle contenute nei prospetti periodici che le società di gestione dei fondi comuni sono tenute a redigere e a pubblicare, insieme con il rendiconto della gestione, in conformità a quanto stabilisce il regolamento che il Ministero del tesoro ha emanato dopo aver raccolto il parere della Banca d'Italia e della Consob⁴⁴.

La particolare pubblicità che gli artt. 48 e 49 TUIF prevedono per alcuni atti deliberati dalle assemblee straordinarie (casi di scioglimento) e per il bilancio di liquidazione⁴⁵ delle società di investimento a capitale variabile (SICAV), la quale consiste nel comunicare gli atti per mezzo di inserzione in giornali quotidiani, rappresenta anch'essa fonte efficace di informazioni destinate genericamente al pubblico.

La pubblicazione e la diffusione dei prezzi che si stabilizzano nei mercati regolamentati, le quali avvengono in conformità a quanto prevede il regolamento approvato dalla società gerente del mercato, rappresentano altre fonti di notizie destinate alla generalità degli interessati⁴⁶.

⁴⁴ Cfr. CAGNASSO, *Il ruolo del collegio sindacale nelle s.r.l. e nelle s.p.a.: profili di un confronto*, in *Giur. comm.*, 2006, 346; LORENZONI, *Il comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico: alcune riflessioni comparatistiche*, in *Giur. comm.*, 2006, 66; RACUGNO, *Il comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi aziendali*, in *Le Società*, 2007, 1453; CALVO, *Il controllo legale dei conti: la figura del revisore contabile alla luce della riforma societaria*, in *Le Società*, 2007, 1318.

⁴⁵ D'AMICO, *L'informativa contabile dei patrimoni destinati*, in *Riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, dalla collana *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 2004, 295.

⁴⁶ Le decisioni economiche sono di fatto caratterizzate dalla presenza di informazioni, si sviluppano, dunque, in condizioni di incertezza ed avvengono nel tempo. La scienza economica risulta essere qualificata dagli elementi del tempo, dell'informazione e dell'incertezza. In un sistema economico la presenza simultanea di informazione e

Ulteriori informazioni specificamente destinate al pubblico provengono dai prospetti che le società emittenti di titoli destinati alla negoziazione ed i soggetti che lanciano una offerta pubblica di acquisto devono redigere e diffondere in conformità al regolamento approvato dalla Consob.

L'informazione contabile⁴⁷, rappresentata dal bilancio di esercizio e da quello consolidato, appartiene anch'essa alla categoria delle informazioni rivolte al pubblico, in quanto contiene notizie destinate ai soci ma indirettamente anche al pubblico, che dalla loro conoscenza può ricavare elementi di giudizio influenti sulle decisioni di acquistare o cedere titoli emessi dalle società cui i bilanci si riferiscono.

Per quanto riguarda le informazioni destinate alle Autorità di vigilanza si premette che queste sono essenzialmente costituite dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dal tribunale, quali enti preposti a controllare in generale la legalità dei comportamenti delle società quotate nei mercati regolamentati e di quelle che prestano servizi di investimento e gestione accentrata dei titoli, allo scopo in particolare di verificare l'adeguatezza delle informazioni che ai soci e al pubblico devono pervenire sulla vita loro e sulle attività compiute nonché sulla regolarità della loro gestione⁴⁸.

avanzamento tecnologico crea fenomeni di esternalità di rete che evidenziano alcuni effetti prima stimati come secondari. Tuttavia il progresso tecnologico non comporta, come corollario, una equa distribuzione delle differenze informative e condizioni di inefficienza continuano a caratterizzare il sistema economico. L'economia dell'informazione si occupa delle relazioni contrattuali che hanno luogo in situazioni di conflitto caratterizzate da informazione asimmetrica, non si occupa direttamente delle cause che stanno alla base delle decisioni individuali ma degli effetti: essa si occupa della forma che le decisioni individuali assumono quando sono poste in maniera interattiva. Le situazioni di informazione asimmetrica sono la norma nonostante la crescita delle possibilità informative dovuta alle moderne tecnologie. Secondo la teoria dei contratti incompleti un contratto si definisce incompleto se non contiene quelle clausole capaci di prevedere ogni possibile fattispecie futura. Lo statuto di una società, ad esempio, non può prevedere ogni possibile situazione di mercato né restringere il raggio d'azione degli amministratori di un'impresa nella libera scelta di politiche e strategie economiche. La qualificazione di incompletezza del contratto impone la definizione dei diritti di controllo dell'impresa, vale a dire, dei poteri relativi alle diverse decisioni aziendali non inseriti in alcuna clausola contrattuale. L'informazione relativa all'andamento dell'impresa e alle sue prospettive future non risulta essere distribuita in maniera uniforme tra *insiders* e *outsiders*, comportando una asimmetria informativa a favore dei primi. Ne consegue che, nell'impossibilità di sapere con precisione le caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dell'acquisto, l'agente economico è naturalmente spinto a diminuire il corrispettivo in misura equivalente alla probabilità che le informazioni ricevute risultino inesatte.

⁴⁷ Si veda in tema BOCCHINI, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 1995, 11 ss.

⁴⁸ Si veda LA ROSA, *Black out nei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in *Giur. comm.*, 2005, 183; LOFFREDO, *Modifiche, piccole e non*,

Occorre rilevare che in generale la vigilanza predetta, sia della Consob sia della Banca d'Italia, si esplica anche per mezzo della richiesta di informazioni (c.d. vigilanza informativa) ai soggetti abilitati ad operare nei mercati regolamentati, sia come emittenti, sia come intermediari, sia infine come gerenti del mercato stesso. L'informazione, cioè, non è solo frutto di adempimento di obbligazioni poste a carico dei predetti soggetti da norme generali di legge, ma anche effetto di speciali ordini impartiti dalle predette Autorità di vigilanza.

Di queste, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale; la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti; il tribunale, infine, è competente per la correzione delle irregolarità riscontrate nell'amministrazione delle società.

Si prescrive che le Autorità di vigilanza diano notizia alle competenti Autorità estere europee delle violazioni commesse in Italia da società comunitarie e dei provvedimenti a loro carico adottati in Italia.

Per quanto riguarda la regolarità del funzionamento del mercato dei titoli, la legge affida la vigilanza alla Consob che deve essere anzitutto informata sulla composizione del capitale relativo alla società che gestisce il mercato mediante comunicazione degli acquisti e delle cessioni di partecipazioni al suo capitale, effettuati direttamente o indirettamente; la Consob deve inoltre ricevere notizia, per mezzo di specifica comunicazione posta a carico della predetta società, delle violazioni del regolamento di mercato e delle conseguenti iniziative assunte⁴⁹.

Particolare rilevanza assumono le informazioni destinate al pubblico⁵⁰ al fine di sollecitarne l'interesse all'investimento, le quali devono transitare per il preventivo esame della Consob, che si svolge nelle forme e nei tempi previsti dal regolamento dalla stessa approvato.

in tema di responsabilità dei sindaci di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2005, 630; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America*, in *Giur. comm.*, 2003, 746; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, 308; CASELLI, *Elogio, con riverse, del collegio sindacale*, in *Giur. comm.*, 2003, 251; SALODINI, *Il parere del collegio sindacale in merito alla revoca dell'incarico di revisione contabile nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, II, 2004, 416.

⁴⁹ Cfr. SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, in *Giur. comm.*, II, 2006, 632; DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, 585.

⁵⁰ In tema PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 33.

Altre informazioni riceve la Consob attraverso le segnalazioni delle irregolarità rilevate dal collegio sindacale e dalla società di revisione nell'esercizio dei loro rispettivi controlli. La vigilanza del tribunale sostanzialmente si esplica sulla base della denuncia, in cui l'informazione consiste, delle irregolarità amministrative, presentata dai soci a ciò abilitati o dal pubblico ministero o infine anche dal collegio sindacale⁵¹.

5. Obblighi informativi nella filosofia di full disclosure

Gli obblighi informativi si sostanziano nella rappresentazione al mercato della situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti, dell'evoluzione della loro attività nonché delle caratteristiche dei prodotti finanziari emessi, nel caso della sollecitazione all'investimento e nella diffusione di un documento contenente le notizie necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta, nel caso della sollecitazione al disinvestimento⁵².

Gli obiettivi sono quelli di elevare il livello di trasparenza della gestione delle società che fanno appello al pubblico; la scelta del legislatore è stata quella di affidare alla Consob ampi poteri regolamentari sul contenuto dei prospetti informativi, riducendo, come nel caso della quotazione, gli ambiti di *self-discipline* dei mercati in precedenza riconosciuti dal decreto Eurosim.

Con riferimento alle società quotate e agli emittenti strumenti finanziari diffusi, il TUIF introduce un obbligo di informazione continua al pubblico - soddisfatto mediante la c.d. *price sensitive information* e altre notizie e documenti resi pubblici su richiesta della Consob - che vale anche per i gruppi, essendo cura della controllante impartire le necessarie disposizioni alle controllate. Il compendio degli obblighi informativi delle società quotate è completato dalle notizie sugli assetti proprietari e sulle partecipazioni rilevanti⁵³.

⁵¹ VALCAVI, *Sulle responsabilità degli amministratori di fatto verso la società e i soci*, in *Dir. fall.*, 4/2001, I, 875; ALEMAGNA, *Potere di gestione e rappresentanza degli amministratori delle s.p.a. dopo la riforma*, in *Le Società*, 3/2004, 284; CIVERRA, *Inadempimento delle obbligazioni sociali e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 9/2005, 1116.

⁵² In tal senso GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 465; COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 175 ss.; GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Le Società*, 1997, I, 788 ss.; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997; BENVENUTO, *La struttura dei poteri nel governo della società*, in *Riv. soc.*, 1997, 1163.

⁵³ In tal senso BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, cit., 43. I soggetti terzi devono ricevere informazioni sulla corrente situazione patrimoniale della

La scelta di *policy* adottata consiste nell'aver introdotto per i soggetti quotati un articolato e complesso sistema di *mandatory disclosure*, esteso agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, che rappresentano l'insieme di imprese potenzialmente interessate alla quotazione di borsa, sia per le loro dimensioni sia perché fanno già ricorso a forme di sollecitazione del risparmio. Per le società quotate o con titoli diffusi si determina un ulteriore momento informativo, da cui derivano oneri e adempimenti obbligatori che non sembra opportuno riprodurre per le società chiuse che non intendono finanziarsi sul mercato dei capitali⁵⁴.

Tra le operazioni che incidono sull'assetto organizzativo dell'impresa, un intervento di rilievo è stato realizzato dal D.Lgs. n. 22/91, che ha modificato il codice civile dando attuazione alle direttive comunitarie in materia di fusioni e scissioni tra società. Uno degli obiettivi prevalenti è stato quello di migliorare la qualità dell'informazione resa ai soci e ai creditori; è prevista la redazione di un progetto di fusione, contenente l'indicazione analitica del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni, al quale vanno allegate la situazione patrimoniale, la relazione degli esperti sulla congruità del concambio e soprattutto la relazione degli amministratori, finalizzata ad illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione nel suo complesso⁵⁵.

Analoghi obblighi informativi sono previsti per i casi di scissione. Le stesse valutazioni formulate con riferimento agli schemi di bilancio valgono per le operazioni di fusione e scissione, la cui disciplina è il risultato dell'armonizzazione normativa in ambito comunitario.

Rimane aperto il problema se per altre operazioni rilevanti per l'organizzazione dell'impresa sia necessaria un'informativa qualificata del tipo di quella resa con i progetti di fusione e scissione societaria; sul punto i

società, informazioni che siano chiare, corrette e vere attese, nelle società di capitali, la responsabilità limitata dei soci al contrario di quanto accade nelle società di persone ove oltre il patrimonio sociale i creditori sociali si avvantaggiano della responsabilità illimitata dei soci. L'informazione alla compagine sociale viene fornita dagli amministratori, dai sindaci e dalla società di revisione per mezzo dei canali predisposti dalla legge.

⁵⁴ ROVELLI, *Limiti alla delega di poteri amministrativi (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.)*, in *Le Società*, 12/1989, 1319; MONTALENTI, *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 71; PRESTI, *Le raccomandazioni Consob nella cornice della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1997, 739; RESCIGNO, *La Consob e la corporate governance: prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.*, 1997, 758.

⁵⁵ Cfr. GALGANO, *Responsabilità della società controllante per la pregiudizievole influenza esercitata sulla società controllata*, in *Contratto e impresa*, 2/1988, 359; GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841.

soggetti quotati, a differenza delle società non quotate, sono tenuti a diffondere documenti e relazioni informative anche nei casi di acquisizioni o cessioni significative, di aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni, di acquisti o alienazioni di azioni proprie⁵⁶.

La tensione normativa⁵⁷ verso la migliore circolazione di informazioni non può tralasciare la valutazione del *trade-off* tra costi informativi gravanti sulla piccola impresa ed esigenze legate all'informazione dei terzi⁵⁸.

⁵⁶ Si veda MEO, *Incidenza dell'interesse alla regolarizzazione della gestione sociale sull'imputazione delle spese e sulla procedibilità della denuncia di gravi irregolarità commesse da amministratori cessati dalla carica*, in *Giur. Merito*, 1987, 1221; QUATRARO, *Frodi, fatti illeciti, errori volontari e involontari in bilancio e nelle altre situazioni patrimoniali e straordinarie: aspetti giuridici aziendali*, in *Società e diritto*, 1/1994, 27.

⁵⁷ Il sistema di pubblicità legale in campo societario è imperniato sul registro delle imprese, le cui norme di attuazione sono recenti. Lo scopo degli interventi normativi consisteva nel sostituire la pubblicità legale basata sull'esame dell'atto con quella realizzata in forma tipizzata e strutturata in modo da facilitare la conoscibilità dei fatti societari; ciò avrebbe dovuto dar luogo a una selezione dell'informazione e garantire la tempestività della stessa su tutto il territorio nazionale. Da più parti si sostiene che i richiamati scopi non siano stati realizzati, principalmente a causa della mancata modificazione delle norme del codice, rimaste incentrate su principi poco compatibili con le esigenze di una moderna economia: così, ad esempio, l'opponibilità degli atti ai terzi si presume soltanto con l'iscrizione materiale dei singoli documenti nell'ufficio del registro delle imprese territorialmente competente, senza che sia riconosciuta l'equivalenza, e quindi il valore legale, alle forme di pubblicità in via informatica rese possibili dai recenti provvedimenti attuativi.

⁵⁸ Cfr. in arg. CUPIDO, *Diritto del socio o del terzo "direttamente danneggiato" al risarcimento del danno* (nota ad App. Milano 9 novembre 1993), in *Le Società*, 5/1994, 618; DI MARCO, *I comitati aziendali europei (commento a Commissione CEE - Proposta di direttiva del Consiglio 12 dicembre 1990)*, in *Le Società*, 8/1991, 1150; DOMENICHINI, *Responsabilità civile degli amministratori ex art. 146 L.F.: gli amministratori di fatto* (commento a Trib. Milano, Sez. II Civ., 21 dicembre 1992), in *Società e diritto*, 1993, 355; ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 144.