

LE NUOVE PROSPETTIVE DELL'“INFORMAZIONE SOCIETARIA”: IL DIALOGO TRA ORGANO AMMINISTRATIVO E SOCI AL DI FUORI DEL CONTESTO ASSEMBLEARE

Umberto Tombari

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Una visione “dall’alto” del quadro normativo. – 3. Tre possibili “campi problematici”.

1. Premessa

Tradizionalmente il problema dell'“informazione societaria” nella S.p.a. quotata è stato studiato ed affrontato nelle due diverse prospettive dell'informazione “verso l'esterno”, ossia dalla società verso i terzi e verso il mercato¹, e dell'informazione “interna” al consiglio di amministrazione, ossia dal Presidente e dall'Amministratore delegato (nonché dalla struttura aziendale) verso gli amministratori non esecutivi in funzione ed in occasione delle riunioni consiliari².

Vi è tuttavia un'ulteriore prospettiva, che assume da sempre un'indubbia rilevanza teorica e pratica: il riferimento è all'informazione *dal consiglio di amministrazione* (e/o da singoli amministratori) *ai soci*, al di fuori del contesto assembleare.

È un dato di comune esperienza che (anche) in una società con azio-

¹Sull'informativa al mercato è sufficiente rinviare a G. STRAMPELLI, *L'informativa societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 991 ss., ove ulteriori riferimenti.

²Cfr., ad esempio, M. STELLA RICHTER jr, *L'informazione dei singoli amministratori*, in questo volume; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, Cedam, 2012.

ni quotate i soci (e non solo i soci di “controllo” o comunque rilevanti, ma anche gli investitori istituzionali) abbiano o possano avere esigenze informative in merito alla gestione dell’impresa in momenti diversi rispetto alla convocazione assembleare.

A titolo meramente esemplificativo, “la prassi dei dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali/soci non soltanto è ormai del tutto ricorrente nella realtà degli affari, ma trova altresì riconoscimento a livello legislativo e da parte di numerosi codici di autodisciplina e di *stewardship*, nella scia della ormai consolidata favorevole tendenza verso l’*engagement* degli investitori istituzionali, in funzione dell’esercizio di una più efficace azione di *stewardship*”³.

Tanto considerato, possiamo preliminarmente osservare che il “dialogo” tra organo amministrativo e soci: a) da un lato, è disciplinato in maniera assai marginale dal legislatore e non è ancora stato approfondito significativamente a livello scientifico⁴; b) dall’altro, necessita – prima che di una soluzione – di un corretto inquadramento all’interno del sistema attuale del diritto societario italiano, prendendo sin d’ora consapevolezza che la questione potrebbe configurarsi in modo parzialmente diverso a seconda delle “tipologie” di socio destinatarie dell’informazione (socio “capogruppo”, socio di “controllo”, socio di “controllo congiunto”, socio di minoranza, ecc.).

2. Una visione “dall’alto” del quadro normativo

Come noto, le disposizioni contenute negli artt. 2422 c.c. e 130 TUF sembrano escludere l’esistenza di un “diritto” del socio di ricevere informazioni sulla gestione (o sulla strategia) dall’organo amministrativo al di fuori dell’assemblea⁵. E la conclusione non muta anche qualora si

³G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in questo volume, § 2, al quale si rinvia per maggiori approfondimenti.

⁴Sul tema, oltre ai contributi contenuti in questo volume, cfr. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., ove ampi riferimenti bibliografici; A. GIANNELLI-C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, in *orizzontideldirittocommerciale.it*, 2012, 3 ss.

⁵In base al disposto dell’art. 2422, 1° comma, c.c., i soci hanno esclusivamente diritto di esaminare il libro soci e il libro delle adunanze e delle deliberazioni dell’assemblea;

consideri che gli azionisti sono destinatari dei flussi informativi che ogni emittente deve rivolgere unilateralmente ad ogni investitore e, più in generale, al mercato tramite i canali della *public disclosure*⁶.

Se questo è vero, la soluzione o comunque l'impostazione del problema deve tuttavia abbracciare un orizzonte disciplinare più complesso ed articolato. A questo proposito, possono ricordarsi alcuni diritti ricollegati formalmente allo *status* (non propriamente di socio, ma) di società “capogruppo” o di società “controllante”. Più in particolare, possiamo menzionare: a) il diritto della società controllante di ricevere informazioni dalle società controllate e quindi dai rispettivi organi amministrativi ai fini della redazione del bilancio consolidato (art. 43, d.lgs. n. 127/1991) o di adempiere agli obblighi di cui all'art. 114 TUF (cfr. art. 114, 2° comma, TUF)⁷; b) il diritto della società capogruppo – riconosciuto in via interpretativa – di ricevere informazioni dalle società eterodirette funzionali all'esercizio di una efficiente attività di direzione e coordinamento⁸.

l'art. 130 TUF dispone che “i soci hanno diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenerne copia a proprie spese” (per un commento si rinvia a M.B. PORTALE, *sub* art. 2422, in M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA e G.B. PORTALE, t. 1, Milano, Giuffrè, 2016, 2149 ss.; D. LATELLA, *sub* art. 130, *ivi*, t. 2, 3995 ss.).

⁶Cfr. C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 32 ss.

⁷Nel senso di non ritenere configurabile un generale “diritto” della società controllante di richiedere alla controllata informazioni ulteriori rispetto a quelle necessarie ad adempiere agli obblighi di legge cfr., *ex multis*, A. GIANNELLI-C. MOSCA, *Flussi informativi*, cit., 3 ss.; U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *BBTC*, 2008, I, 66; F. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *BBTC*, I, 1999, 315 s.; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria, destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *BBTC*, 1999, I, 769; P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *AA.VV.*, *I gruppi di società*, Milano, Giuffrè, 1996, 567 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Controllo societario e poteri della capogruppo nei gruppi e nei gruppi bancari*, *ivi*, 808; S. FORTUNATO, *Il procedimento di formazione del bilancio consolidato*, *ivi*, 1283 ss. G. OLIVIERI, *La rilevanza giuridica del bilancio consolidato*, in *Trattato delle S.p.a.*, diretto da COLOMBO e PORTALE, 7*, Torino, 1994, 618 ss.

⁸Cfr., ad esempio, C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in questo volume; P. MONTALENTI, *Socio di controllo, investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in questo volume; M.

Tanto premesso, il problema più delicato è se esista – ed allora in quali occasioni ed in presenza di quali presupposti – una *facoltà* del socio di chiedere informazioni al di fuori dell’assemblea e (soprattutto) se esista una *facoltà* (e non un obbligo) dell’organo amministrativo di fornire tali informazioni.

Tra le ipotesi legislativamente riconosciute si potrebbero indicare, da un lato, la c.d. *selective disclosure* prevista negli artt. 114, 4° comma TUF e 17, 8° comma, del regolamento MAR⁹, dall’altro, i *sondaggi di mercato* disciplinati dall’art. 11 del regolamento MAR¹⁰.

Sebbene la previsione appaia prevalentemente finalizzata alla partecipazione ed al voto in assemblea, sempre in questa prospettiva sembrerebbe porsi anche l’art. 9 del Codice di Autodisciplina, in base al quale “il consiglio di amministrazione si adopera per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti fondato sulla comprensione dei reciproci ruoli. Ed il consiglio di amministrazione assicura che venga identificato un responsabile dei rapporti con gli azionisti”¹¹.

Infine, il tema è accennato nel Principio 3 dei “Principi italiani di *stewardship* per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate” adottati da Assogestioni¹².

Ebbene, già da queste prime indicazioni emerge come il problema che si pone agli interpreti (e forse domani al legislatore) è se sussiste una *facoltà* dell’organo amministrativo (e poi di quale figura in partico-

MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.; G. STRAMPELLI, *L’informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, cit., 1044; F. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, cit., 681 ss.

⁹Per una prima lettura della disciplina introdotta con il regolamento UE n. 596/2014 (c.d. MAR), cfr. M. VENTORUZZO-A. PICCIAU, in M. VENTORUZZO-S. MOCK (a cura di), *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, Oxford, Oxford University Press, 2017; S. VINCENZI-M. ZANCHETTI-A. ZOPPINI, *Market Abuse Regulation, le nuove regole sugli abusi di mercato*, Roma, 2016; U. TOMBARI-P. CELLINI, *La gestione delle informazioni privilegiate alla luce della normativa europea in tema di market abuse e delle linee guida adottate dalla Consob nel mese di ottobre 2017*, in *Il societario.it*; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2017, 387 ss.

¹⁰Cfr. G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit.; C. DI NOIA-M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione*, cit.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 62 ss.; S. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, 2, 166 ss.

¹¹Cfr. 9 P 2 ed anche 9 C 1.

¹²È opportuno sottolineare che nella versione attuale dei Principi (2016) è stato eliminato il riferimento a possibili incontri tra amministratori di minoranza e socio che li ha nominati.

lare) di attuare una “comunicazione selettiva” (privilegiata o anche non privilegiata) verso alcuni soci.

3. Tre possibili “campi problematici”

In questa sede ci limiteremo a meglio delimitare e declinare il tema oggetto di indagine, individuando, in via di prima approssimazione, tre macro “campi problematici”.

In primo luogo, è necessario approfondire quali differenze sussistano a seconda della “tipologia” del socio richiedente.

Ebbene, già dal dato normativo – per come correttamente interpretato – emerge la rilevanza della “tipologia del socio”. Più in particolare, è certamente opportuno disarticolare il ragionamento, distinguendo a seconda che il socio sia, rispettivamente, “capogruppo”, “capogruppo congiunto”, “controllante”, “controllante congiunto”, “rilevante”, “di minoranza” (fondi, socio di minoranza industriale ecc.). In questo senso è stato già sottolineato che il socio “controllante” ed il socio “capogruppo” si vedono riconosciuto (in forza dello *status* di società controllante o capogruppo) un “diritto” di informazione, che agli altri soci è negato. Ciò che occorre è meglio comprendere, allora, se e quali “facoltà” di informazione competono alle varie tipologie di socio (e quali effettive diversità sussistano).

In secondo luogo, occorre chiedersi se il tema assuma connotati diversi in base alla “tipologia di informazione” ed in particolare in ipotesi di informazioni non privilegiate (quali, ad esempio, eventuali approfondimenti sulla struttura di *governance* da parte degli azionisti di minoranza) ovvero di informazioni c.d. “privilegiate”.

Con specifico riferimento alla S.p.a. quotata è opportuno domandarsi, ulteriormente, come si colori il tema in caso di comunicazione “selettiva” di informazioni privilegiate ad uno o più soci¹³. È questo il tema della c.d. *selective disclosure* di cui agli artt. 114, 4° comma, TUF e 17, 8° comma, MAR, nonché della “causa di giustificazione” sulla quale fondare la comunicazione selettiva¹⁴.

¹³ Sul problema della circolazione delle informazioni privilegiate nell'ambito di un gruppo cfr. M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 907 ss., ove ulteriori riferimenti.

¹⁴ Sulla comunicazione selettiva di informazioni privilegiate, cfr. C. DI NOIA-M.

È da comprendere, infine, chi sia eventualmente legittimato, all'interno del consiglio di amministrazione, a fornire le informazioni ai soci richiedenti. Il presidente? L'amministratore delegato? Si può delegare questa funzione, stabilendo limiti e modalità di esercizio (e sempre che, come ci pare corretto, si ritenga che tale funzione sia legittimamente allocata nell'organo collegiale e delegabile ad un suo componente)?

Al riguardo, è stato ricordato che in altri Paesi esiste una prassi di incontri tra gli amministratori indipendenti ed alcuni investitori¹⁵.

In via preliminare, sembra tuttavia corretto ritenere che – in assenza di una specifica delega del consiglio – il singolo amministratore non sia in alcun modo legittimato a parlare con o comunque a trasmettere informazioni ai soci (di maggioranza o di minoranza) che lo hanno indicato in una eventuale lista e poi contribuito a nominarlo. Non è certamente la “designazione” il criterio, in base al quale identificare le tipologie di soci, con le quali l'amministratore può dialogare ed interloquire al di fuori del contesto assembleare.

Tanto considerato, si potrebbe ipotizzare che – ove sussista una legittima facoltà di comunicazione – il consiglio deleghi al presidente¹⁶ (come garante di una corretta ed uniforme informazione ed eventualmente con l'ausilio di uno o più soggetti della struttura amministrativa, ad iniziare dal c.d. *investor relator*¹⁷) la trasmissione di informazioni gestionali ai soci; in particolare, nella delega dovrebbero essere previsti limiti e criteri di indirizzo in merito alle informazioni da fornire. In sostanza, ove normativamente consentito, il consiglio di amministrazione potrebbe decidere se e con quali modalità e “presidi organizzativi” fornire informazioni ai soci (e/o a certe “tipologie” di soci) e poi delegare il presidente ad eseguire il momento comunicativo nel rispetto delle modalità prescelte.

GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione*, cit.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, cit., 29 ss.; PIETRANCOSTA, sub art. 17, in *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*, cit., 356 ss.

¹⁵ V., ad esempio, M. BROGI, *Corporate governance*, Milano, Egea, 2016, 151 e 196.

¹⁶ Ricorda G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, cit., § 9, che il codice di *corporate governance* inglese valorizza il ruolo del presidente nel dialogo tra emittente e soci.

¹⁷ Per alcune interessanti riflessioni sui profili giuridici delle *investor relations* cfr. H. FLEISCHER, *Investor Relations un informationelle Gleichbehandlung im Aktien-, Konzern- und Kapitalmarktrecht*, in ZGR, 2009, 505 ss.