



PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE NELL'INSIDER TRADING TRA COMMON LAW E CIVIL LAW: ESPERIENZE ITALIANA ED ANGLOAMERICANA A CONFRONTO.

ANNAMARIA GIULIA PARISI

SOMMARIO: 1. *New economy* e mercato finanziario. - 2. Il mercato finanziario: il *common law*. - 3. Dal *principle del Caveat emptor* all'*insider trading*. - 4. L'esperienza nord-americana. - 5. La SEC e la *Rule 10(b)-5*. - 6. La *Rule 10 (b)-5*. - 7. La *Section 20 A* ed il risarcimento degli investitori danneggiati. - 8. L'esperienza italiana. - 9. L'esercizio dell'azione civile di cui all'art. 187 *undecies*, comma 2. - 10. La Sentenza n. 15224 della Terza Sezione del 3 luglio 2014 e la responsabilità civile per *insider trading* sancita dalla Cassazione.

1. La scienza economica ha da tempo consolidato la convinzione, fondata essenzialmente sugli autorevoli studi di Arrow¹, Akerlof², Spence³, Stigler⁴, Stiglitz⁵, in base alla quale *il mercato è un sistema di informazioni decentrate e spontanee*⁶.

E se è vero che la nozione di mercato è nozione giuridica oltre che economica⁷, e che il diritto *non può prescindere dalla sostanza economica dei fenomeni disciplinati*, ne deriva che gli istituti giuridici del mercato vanno analizzati dal punto di vista dell'informazione. Talché si condivide pienamente la riflessione di autorevole dottrina, per la quale rileva, nella realtà

¹ K. J. ARROW, *Collected Papers di Kenneth J. Arrow, Vol. 4: The economics of information*, (1983b), Cambridge, Massachusetts, Belknap Press.

² G. A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics* (The MIT Press) 84 (3), (Aug., 1970), 488, laddove i *lemons* sono in gergo le auto usate di scadente qualità che un acquirente poco informato ha sempre il timore di comprare. In base alla teoria di Akerlof l'asimmetria informativa tra investitori ed emittenti genera una 'selezione avversa' fra le azioni scambiate sul mercato, in base alla quale *gli investitori meno informati temono di scambiare titoli con gli investitori meglio informati, finendo col concludere un cattivo affare*: infatti credono di tutelarsi dalla situazione di svantaggio informativo unicamente scegliendo di vendere a un prezzo superiore e di acquistare a un prezzo inferiore a quello di mercato (E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Torino, 2010, 43).

³ M. SPENCE, *Job Market Signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, (The MIT Press), Vol. 87(3), (Aug., 1973), 355-374.

⁴ G. J. STIGLER, *The Economics of Information*, in *The Journal of Political Economy* Vol. 69(3), (Jun., 1961), 213-225.

⁵ J. E. STIGLITZ, *Globalization and its discontents*, (2002), New York; *Id.*, *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York, (2010); *Id.*, *The price of inequality: how today's divided society endangers our future*, New York, (2012). *Adde*: Chang, Ha-Joon (editor), (2001). *Joseph Stiglitz and the World Bank: the rebel within*, London, England, (2001).

⁶ Oggi l'economia più che di scarsità e di allocazione ottimale (nel senso paretiano del termine) di risorse scarse, si occupa di problemi attinenti ai processi decisionali, e le decisioni economiche sono basate sulla contezza di una quantità più o meno estesa di informazioni.

⁷ N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1968, 15 ss.



economica attuale, una duplice nozione di diritto della *new economy*⁸, il diritto “della” *new economy*, quale *insieme delle normative che disciplinano l'applicazione delle nuove tecnologie dell'informazione* e il diritto “nella” *new economy*, ossia *il sistema di norme aventi ad oggetto la disciplina delle nuove tecnologie dell'informazione*, e che pertanto si impone quale “metodo di analisi di tutte le norme giuridiche”⁹.

Nella società dell'informazione il diritto assume più che mai la funzione di tutela del soggetto debole e dei suoi interessi, tutela che può definirsi la vocazione naturale della legge, sin dalle sue origini, se si pone mente all'enunciato che - già millenni fa - apriva il Codice di Hammurabi, dichiarando nel contempo la sua *ratio* e ragion d'essere “perché il più debole non abbia a soccombere al più forte”. Ed il “diritto giusto” ancor oggi può essere solo quello che, *nel contemperamento degli opposti interessi*, funge da ponte tra l'etica e l'economia¹⁰.

Se dunque le informazioni - nelle loro coordinate strutturali di tempo e incertezza - caratterizzano e condizionano, nella *new economy*, le decisioni economiche, ancor più rileva come risultati favorito, in ogni operazione economica e in ogni intervento sul mercato, il soggetto che assume tali decisioni avvalendosi della più ampia quantità di informazioni: da cui la necessità di tutelare il soggetto debole, *rectius*, meno informato, che risulta, nel mercato finanziario, doppiamente svantaggiato, per via della scarsa preparazione specifica e della modesta e/o insufficiente conoscenza della realtà complessa in cui viene ad operare. Talché, il consumatore/risparmiatore si rivolge e si affida necessariamente ai *professionnels* che si occupano dell'acquisto e delle vendite di prodotti finanziari: gli *insider*, che per la loro stessa attività sono in possesso di informazioni privilegiate, rilevanti quanto riservate e, per la *price sensitivity*, in grado, se divulgate, di influire sul valore dei titoli negoziati.

Pertanto, operando senza tutela, il consumatore/risparmiatore diviene immancabilmente vittima di quello che si è rivelato come uno dei pericoli maggiori per la sopravvivenza stessa del mercato finanziario: l'asimmetria informativa, che assicurerebbe un enorme vantaggio agli operatori del settore, se il diritto non intervenisse a mitigare tale disuguaglianza e a far da ponte tra economia ed equità.

Dunque la disciplina giuridica dell'informazione si rivela quale vera e propria norma strutturale del mercato finanziario, dal momento che ogni ipotesi di autoregolamentazione si è palesata incapace di correggere le asimmetrie informative - da taluno¹¹ assai opportunamente definite, *tout court*, “infedeltà”, con riferimento al sistema di informazioni decentrate e spontanee che *managers*, amministratori o analisti finanziari sono liberi di creare

⁸ Per *new economy* si intende generalmente l'attuale modello di economia di mercato, strettamente connesso con il grande sviluppo e la diffusione pressoché globale delle nuove tecnologie della comunicazione e dell'informazione. Sia consentito, anche, il rinvio a A. G. PARISI, *Il commercio elettronico*, in S. Sica e V. Zeno-Zencovich (a cura di), *Manuale di diritto dell'informazione e della comunicazione*, 3ª ed., Padova, 2012, 379-468.

⁹ E. BOCCHINI, *New economy*, in *Digesto Ipert.*, 2003; *adde*, ID., *Diritto commerciale nella società dell'informazione*, 2ª ed., v. II, Milano, 2011.

¹⁰ La frase è cara a Francesco Carnelutti, come ama ricordare Ermanno Bocchini in *New economy*, cit.,

¹¹ E. BOCCHINI, *New economy*, loc. ult. cit.



- intrinseche al mercato stesso, destinato irrimediabilmente a fallire quando la massa dei risparmiatori, nella condizione di grave incertezza quanto al prodotto che acquista, decide di rinunciare.

L'informazione è ancora il fulcro della cennata disciplina, che si fonda sul duplice pilastro dell'obbligo positivo di *disclosure*, che impone ai *professionnels* finanziari la comunicazione e la divulgazione delle informazioni necessarie al corretto funzionamento del mercato, e dell'obbligo, in negativo, di *abstain*, di astenersi da qualsiasi utilizzo di informazioni riservate e non divulgate: al bilanciamento dell'ottemperanza a detti obblighi e quindi della effettiva quantità delle informazioni diffuse e di quelle secretate, connesse tra loro da un legame di inversa proporzionalità - poiché quanto più è ampia la prima si riduce, a danno dei consumatori, la seconda - conseguirà *l'allocazione ottimale del risparmio* ed insieme il corretto funzionamento del mercato.

2. La patria del moderno diritto societario è senza dubbio l'Inghilterra dove le problematiche attinenti ai rischi per i risparmiatori - e di conseguenza per l'intero mercato - sono sorte secoli prima che negli altri Stati: è emblematico il riferimento alla crisi del 1720 ed al crollo dello Stock Exchange connesso alle manovre speculative sui titoli della *South Sea Company*. Lo scandalo della *South Sea Co.* che portò alla rovina un gran numero di risparmiatori - lo stesso Newton perse nel crollo delle azioni oltre 20.000 sterline - fu causato, come noto, dalle speculazioni di operatori finanziari che offrivano progetti fantasiosi dai guadagni altrettanto fantomatici concernenti le cosiddette *Bubbles*, società per azioni minori che, manipolando il mercato e sviando con promesse inconsistenti gli investitori, avevano rastrellato finanziamenti a danno delle compagnie maggiori.

Ne derivò lo *Statute 6 Geo. I, c. 18*, il c. d. *Bubble Act* del 1720, che introdusse le prime misure restrittive riguardo alla sottoscrizione di capitali ed alla costituzione di società per azioni, che venne in pratica riservata al parlamento.

Lo stesso parlamento più di un secolo dopo, nel 1825, abolì il *Bubble Act*, ammettendo nuovamente la libera costituzione di società a capitale azionario, ma successivamente, nel 1844, con lo *Joint Stock Companies Act* pose le basi dell'attuale diritto societario inglese riconoscendo, tra l'altro, nella pubblicità dell'informazione, il mezzo più efficace per la lotta alla manipolazione del mercato ed alle frodi.

Con disposizioni ulteriori furono definiti gli assetti e il sistema di liquidazione delle *joint stock Companies*, le società commerciali munite di personalità giuridica, mentre con la decisione del *leading case Salomon v. Salomon & Co. Ltd.*¹² la *House of Lords* nel 1897 introduceva il *principle* della *limited liability* (o *Salomon principle*), ossia la regola dell'"autonomia patrimoniale perfetta" della società e, quindi, della *responsabilità limitata* del socio, anche nel caso di *one-man company*, di società costituite da un solo azionista.¹³

¹² *Salomon v. Salomon & Co. Ltd.*, [1897] a. c. 22.

¹³ Per un imprenditore (o *sole trader*, ditta individuale) come Aron Salomon, il vantaggio è che la sua proprietà personale può essere protetto dal *failure of the business*. Organizzando la sua attività come azienda, l'imprenditore pone una distanza



Il vantaggio così ottenuto dalla società per azioni, che può ora riporre minore attenzione alla correttezza della gestione ed alla salvaguardia dei terzi investitori, soprattutto in caso di fallimento, si traduce di fatto in un aumento di rischio per i risparmiatori e pone senza dubbio un problema etico, dato che nessuno degli azionisti affronta un proprio *personal risk of loss* per via della *limited liability* garantita dalla nuova *company law*.

Nella *dissenting opinion* - relativa ad una decisione del 1684 - espressa con affermazione *tranchant* da Lord Pollexfen C.J., laddove definiva la *joint stock company* come *a invisible merchant that no one knows where to find ... [which] in judgment of law has neither soul nor conscience* - un mercante invisibile che nessuno sa dove trovare ...e [che] in giudizio non ha né anima, né coscienza – si evidenziava già la percezione della società come un semplice *avatar* dietro il quale persone reali esercitano le proprie attività.

Ancor oggi la *lodestar*, la stella polare ed elemento chiave della *company law* inglese è pur sempre il *principle* della personalità separata della *company* creato dalla *House of Lords* nel 1897¹⁴: e seppure, tra i provvedimenti che si sono succeduti in materia, spicca il *Companies Act* del 1948, la gran parte delle *rules* e dei principi fondamentali relativi al diritto societario sono, come di consueto nel *common law*, di origine giurisprudenziale. Resta indiscutibile la constatazione che l'*auditing procedure* - ignota al nostro ordinamento - caratterizza di una serietà senza uguali lo *Stock Exchange* londinese, che basa la sua attività sulla *full disclosure*, l'informazione più ampia possibile concentrata soprattutto nel *prospectus* e nel programma finalizzato alla prevenzione delle frodi, posto in atto - a tutela degli investitori¹⁵ - anche dal *Departement Trade*. In caso di dichiarazione inesatta o di manipolazione del mercato è previsto, a favore della vittima, il risarcimento del danno oltre alla *rescission* del contratto.

Attualmente, il *Financial Services and Markets Act* del 2000 conferisce all'*UK's Financial Services Authority* la responsabilità di individuare e perseguire i casi di *insider dealing*, così come specificati dal *Criminal Justice Act* del 1993.

3. L'esigenza del controllo pubblico sul mercato mobiliare si è palesata con largo anticipo anche nel *common law* nord-americano, che ha conosciuto prima degli ordinamenti continentali europei le conseguenze della crisi e dei fallimenti del mercato e l'urgenza di rinvenire forme e strumenti per <cercare di > porvi rimedio.

L'esigenza degli obblighi di *disclosure* nei rapporti commerciali emerse nel 1817, nel *case Laidlaw v. Organ*, deciso dalla Corte Suprema degli Stati Uniti¹⁶, *Chief Justice* John Marshall.

Il *case Laidlaw v. Organ* ha fatto scuola nella giurisprudenza di *common law*, ove è stato richiamato in più di cento procedimenti, pietra miliare nella dottrina e nel diritto

essenziale tra i suoi beni personali e quelli di proprietà della società, in modo che solo la società sarà persa se l'azienda fallisce.

¹⁴ Nella *partnership*, invece, che è priva di personalità giuridica (*unincorporated*), ogni socio rappresenta se stesso e gli altri partners, ciascuno dei quali risponde illimitatamente delle esposizioni della società.

¹⁵ Un'intera divisione di Scotland Yard è dedicata alla *Companies Fraude*, alla materia delle frodi societarie.

¹⁶ *Peter Laidlaw and Company v. Hector M. Organ*, 15 U. S. 178 (1817).



contrattuale statunitense, ed è quanto mai attuale anche per le connessioni con la disciplina - tuttora in evoluzione - dell'*insider trading*.

La vicenda si compie proprio nei giorni del 1815 in cui viene firmato a Gand il trattato di pace che pone fine alla guerra tra Stati Uniti e Gran Bretagna e, conseguentemente all'embargo navale che aveva fatto crollare drasticamente il prezzo del tabacco americano, con perdite fino al 50%.

La notizia è nota ancora pochissimi e, in particolare ad Hector M. Organ che, a Los Angeles, la ha appresa dal fratello e che nello stesso giorno acquista 111 *hogsheads* di tabacco, al prezzo di 111.000 *pounds*, da Peter Laidlaw. Il venditore al momento della stipula del contratto si stupisce dell'acquisto e chiede spiegazioni quanto all'aumento del prezzo, ma Organ tace. Due giorni dopo, il 20 febbraio, Laidlaw viene a conoscenza della fine dell'embargo e dell'enorme perdita subita con la vendita, a fronte del repentino rialzo del prezzo del tabacco, e si riappropria del tabacco venduto con un colpo di mano. Organ lo denuncia <soltanto> per *breach of contract*, richiedendo la riconsegna della merce o, in alternativa, il riconoscimento dei *damages*.

Il giudice Marshall ammette che l'utilizzo di informazioni per ingannare la controparte può rendere un contratto *voidable* per motivi di equità, ma dichiara che quanto ad una *obligation to disclose the information he had obtained about the end of the war...* [t]he court is of opinion that he [Organ] was not bound to communicate it. In tal modo viene formalmente riconosciuta l'insussistenza dell'obbligo, per i contraenti, di rivelare informazioni di propria conoscenza capaci di influire sulle condizioni del negozio o sulla stessa volontà di contrarre dell'altra parte. Pur a fronte della *misrepresentation* posta in essere da Organ, la Corte Suprema adotta per la prima volta la *rule* del *Caveat emptor*, in quanto i mezzi per venire a conoscenza della fine della guerra erano, a suo avviso, accessibili ad entrambe le parti. Tuttavia, dato che *each party must take care not to say or do anything tending to impose upon the other*, la causa viene rinviata alla Corte distrettuale della Louisiana con le indicazioni di procedere a un *Venire facias de novo*, attraverso la convocazione della giuria.

Ictu oculi si potrebbero qui rinvenire i caratteri di una negoziazione in cui una delle parti ha indotto l'altra a contrarre mediante un comportamento caratterizzato da quella colpevole reticenza che in *civil law* può rientrare nella categoria del c. d. dolo omissivo¹⁷, in cui il *decipiens*, assumendo un atteggiamento di silenzio c. d. 'circostanziato', si rende responsabile di una vera e propria omissione, che va però a connettersi con fatti oggettivi non predisposti dall'agente.

Peraltro, nella circostanza del *case* citato, l'evento taciuto non si caratterizza in sé come ingannevole: è evidente, invece, che il *deceptus*, se è tale, lo è per la semplice ignoranza di un accadimento che lo ha indotto a vendere il suo prodotto a condizioni enormemente più vantaggiose per la controparte.

Si tratta dunque di ignoranza, che tuttavia non può definirsi colpevole, perché, *a contrario*, l'evento eccezionale è proprio la conoscenza del fatto da parte dell'altro contraente che solo

¹⁷ R. SACCO, *Dolo omissivo e obbligo di informazione*, in *Digesto Ipert.*, 2011, p. 2.



in virtù di tale conoscenza ha stipulato: in altri termini, se Organ non avesse appreso *prima* di Laidlaw della revoca dell'embargo, non avrebbe acquistato. Parrebbe qui ben attagliarsi il detto, riferito alla conoscenza, *prior in tempore, potior in iure*, ma in realtà rileva la reticenza concernente la notizia che ha indotto l'uno a contrarre e che, se conosciuta, avrebbe invece dissuaso controparte.

Per autorevole dottrina il configurarsi del dolo mediante omissione deve fondarsi sull'esistenza del nesso causale tra fatto dell'agente ed errore della vittima: ma nel *case de quo* si è in presenza di un errore incolpevole di quest'ultima, né tantomeno esso è causato dall'agente, perché l'ignoranza della fine della guerra era in quei giorni condivisa dalla stragrande maggioranza dei cittadini di Los Angeles, alla vigilia dei primi sbarchi di persone informate sui fatti, e solo per circostanze particolari e personali - l'informazione 'privilegiata' ricevuta dal fratello - l'altro contraente si era venuto a trovare in una condizione di asimmetria informativa per lui vantaggiosa, che lo ha indotto a proporre e a concludere tempestivamente il negozio.

L'esigenza della figura generale del c. d. 'dolo negativo' rileva specificamente laddove si differenzi la circostanza in cui una parte sia in errore per propria ignoranza, dabbeneaggine o altra causa non determinata in alcun modo dalla controparte - la quale si limiti a rimanere consapevolmente silenziosa, facendo permanere l'altra nella condizione di errore - dall'ipotesi in cui il silenzio, la reticenza o in genere il comportamento dolosamente e intenzionalmente omissivo siano stati idonei a trarre in inganno controparte e ad indurla a stipulare¹⁸. Nell'un caso si potrà discorrere agevolmente di errore, del quale dovrà esser rilevata tanto l'essenzialità, quanto la riconoscibilità; nella seconda ipotesi sarà riscontrabile il dolo negativo, in subordine all'accertamento di una condotta omissiva tale da indurre la controparte all'erroneo convincimento¹⁹.

Se poniamo mente alle origini del *roman law*, nel *De Officiis*²⁰ Cicerone, nel dialogo immaginario sul conflitto tra l'utile e l'onesto che si svolge tra lo stoico Diogene e il suo discepolo Antipatro, adduce come esempio un'ipotesi di comportamento negoziale che è del tutto speculare al *case Laidlaw v. Organ*, conosciuto dalla Corte Suprema degli Stati Uniti d'America nel 1815, con la sola differenza che lo scaltro contraente è qui il venditore, che

¹⁸ Cfr. V. BARBERO, *Il sistema del diritto privato*, Torino, 1993, p. 249. Per risalente dottrina, incardinata sulla decisione della Cassazione del 8 gennaio 1953, n. 12, il dolo può estrinsecarsi anche nel comportamento negativo, specie quando sono occultati fatti tali da far presumere che se l'altro contraente li avesse conosciuti, avrebbe negoziato in maniera diversa: così C. GIANNATTASIO, *sub art. 1439, n. 777*, in *Rass. di giurisprudenza sul Codice civile diretta da R. NICOLÒ*, 1956.

¹⁹ Cfr. L. BIGLIAZZI GERI - U. BRECCIA - F. D. BUSNELLI - U. NATOLI, *Istituzioni di diritto civile*, Genova, 1978, pp. 662 s. Il dolo dunque si sovrappone, in parte, all'errore, proprio in quanto rileva *perché induce in errore la vittima dell'inganno*: anzi, lo stesso vizio di volontà è costituito dall'errore (cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA - P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Milano, 2001, p. 812). Ma il dolo vizio coincide, in parte, anche con l'inadempimento, quando l'inganno riguarda la qualità della prestazione dovuta dal *deceptor* (cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 813). Sia consentito anche il rinvio a A. G. PARISI, *Colpa e dolo nella responsabilità. Saggi di diritto comparato*, Torino, 2012, 203 ss. e spec. 209 ss.

²⁰ Cicerone, *De officiis*, III, 12.



similmente intende avvantaggiarsi dell'ignoranza della controparte. Così la vicenda ipotizzata: *“Se un uomo onesto avesse importato da Alessandria a Rodi una grande quantità di frumento in un periodo di miseria e di carestia dei Rodiesi e di prezzi altissimi, e venisse a sapere che molti altri mercanti sono salpati da Alessandria o se magari avesse visto altre navi cariche di frumento dirigersi verso Rodi, dovrebbe dirlo ai Rodiesi o, tacendo, dovrebbe vendere al prezzo più alto il suo frumento?”* Secondo Antipatro *“bisogna dichiarare tutto, perché il compratore non ignori nulla che sia noto al venditore”*; secondo Diogene *“il venditore è tenuto a rivelare i difetti del suo prodotto, limitatamente alle prescrizioni del diritto civile, e a operare per il resto senza frode ma, dal momento che vende, cercherà di vendere al prezzo più vantaggioso”*: infatti, *“una cosa è nascondere e un'altra tacere: e io non ti nascondo, adesso, se non te lo dico, quale sia la natura degli dei, e quale il sommo bene, cose che, una volta conosciute, ti gioverebbero di più del sapere il più basso prezzo del grano. Ma non è necessario che io ti dica tutto ciò che a te è utile ascoltare”*. *“Anzi, [ribatterà l'altro], è necessario, se pure ti ricordi che tra gli uomini c'è, per natura, un vincolo di solidarietà”*. *“Lo ricordo bene”, [dirà Diogene], “ma questa società è forse tale che nulla appartiene più, privatamente, a ciascuno? Se fosse così, non bisognerebbe neppure vender nulla, ma donare”*.

Nel brano del *De Officiis* si può agevolmente ravvisare un esempio *ante litteram* di *insider trading* o quantomeno di abuso di una informazione non (ancora) nota al pubblico per trarre vantaggio da una consequenziale operazione economica.

Ma il diritto romano, sempre per il tramite di Cicerone, ci presenta anche un esempio classico di manipolazione del mercato, seppure certamente non mobiliare! Ecco la preziosa testimonianza del celebre passo del *De Officiis* che, peraltro, contiene la prima definizione di *dolus* offerta da un giurista romano e contribuisce a far luce riguardo alla creazione dei relativi rimedi: *« ...Come devono esser giudicate quelle persone che solitamente si servono di discorsi ingannevoli? Canio, cavaliere romano, uomo colto, non privo di spirito, recatosi a Siracusa non per concludere affari, ma - come lui stesso diceva in giro - per trascorrervi un periodo di vacanza, non nascondeva il desiderio di acquistare una villetta con giardino dove intrattenere amici e divertirsi in ozio e tranquillità. La notizia giunge all'orecchio di un certo Pizio, un banchiere di Siracusa, che trovò il modo di dirgli che non aveva ville da vendere, ma che poteva disporre della sua, se voleva, come se gli appartenesse. E intanto lo invitò a cena in villa per il giorno dopo. Canio accettò. Pizio che, in qualità di banchiere ...godeva credito presso tutte le categorie di persone [...apud omnes ordines gratiosus...], convocati taluni pescatori, chiese loro di venire a pescare, il giorno dopo, di fronte alla sua villa, e li istruì bene su quanto voleva che facessero. Il banchetto fu puntualmente - e sontuosamente - imbandito da Pizio, Canio venne puntualmente per la cena: davanti agli occhi si presentava una moltitudine di barche e ogni pescatore, a turno, veniva a gettare ai piedi di Pizio ciò che aveva preso. Allora Canio: ‘Quaeso - inquit - quid est hoc, Pythi? tutto questo pesce? tutte queste barche?’ E quello: ‘Tutti i pesci di Siracusa vengono a sguazzare qui, non possono fare a meno della mia villa!...’ Canio, incensus cupiditate, quasi viene alle mani per farsi vendere la villa. Sulle prime Pizio fa il difficile... Ma che motivo c'è di dilungarsi? Raggiunge il suo scopo: quell'uomo ricco e bramoso compra la villa al prezzo che Pizio richiede, e la compra con tutti gli arredi: la vendita viene registrata e l'affare è fatto. Il giorno dopo Canio invita in villa i suoi amici, arriva per tempo, ma non vede neanche una barca. Chiede al primo passante se è un giorno di festa per i pescatori, dato che non ne vede nessuno. No, per quanto ne so - risponde quello - ma qui, di solito, non viene mai a pescare nessuno! perciò ieri mi stupivo di quanto accadeva...’ Canio diede quasi di matto, ma che avrebbe potuto*



fare? A quel tempo Gaio Aquilio, collega et familiaris meus, non ci aveva ancora offerto le sue norme sul dolo, a proposito del quale, a chi gli chiedeva che cosa fosse, appunto, il dolo, rispondeva: aliud simulatum, aliud actum. Che definizione magnifica! Ma è naturale, per un uomo esperto in definizioni. Così, sia Pizio, che tutti coloro che fanno una cosa e ne simulano un'altra, sono perfidi, malvagi, maligni. Nessuna loro azione può risultare utile dal momento che è viziata da tanti difetti.»²¹

Le due figure di abuso di informazioni privilegiate - o *insider trading* - e di manipolazione del mercato - *market abuse* o aggio - appaiono nettamente distinte, così come possono esserlo l'attività di chi scommette alle corse "conoscendo in anticipo il nome del cavallo vincente" e quella di chi invece "truca la corsa"²², tuttavia appaiono orientate a perseguire i medesimi obiettivi. Talché la direttiva 6/2003/CE, all'art. 14, comma 1, prescrive agli Stati membri di predisporre misure amministrative efficaci, proporzionali e dissuasive - fatto salvo il loro diritto di imporre sanzioni penali - per punire entrambi i comportamenti che ledono il regolare andamento del mercato.

L'*insider trading*, infatti, utilizzando indebitamente il proprio vantaggio informativo altera il processo di formazione dei prezzi dei titoli coinvolti, producendo danni diretti ed immediati alle società ed agli investitori e, a lungo termine, disincentivazione e allontanamento degli operatori costretti a negoziare in situazione di menomazione informativa: il che si traduce in scarsità del capitale di investimento e in conseguente aumento del suo costo.

4. Agli albori del terzo millennio tutti i paesi industrializzati e oltre l'80% dei paesi in via di sviluppo con un mercato di borsa attuano la regolamentazione dell'*insider trading*: nella maggioranza dei casi le iniziative di regolamentazione risalgono all'ultimo decennio del XX secolo: anteriormente, solo Canada, Francia e Svezia già negli anni '60 seguono l'esempio degli U.S.A. ove il divieto di *insider trading* è istituito formalmente con un anticipo trentennale; nel resto d'Europa la disciplina dell'*insider* compare nel 1989, con l'emanazione della relativa direttiva comunitaria²³.

²¹ Cicerone, *De Officiis*, III, 14, 58 – 60. Nel prosieguo del medesimo testo l'Autore così osserva e ribadisce, con un singolare accenno al dolo contrattuale: *dolus autem malus in simulatione, ut ait Aquilius, continetur: tollendum est igitur ex rebus contrahendis omne mendacium* (*De officiis*, III, 15, 61).

Cicerone ricorda con ancor maggiore incisività l'apporto del suo amico e collega Gaio Aquilio anche altrove, e, in particolare, nel *De natura deorum*, in cui definisce il *iudicium de dolo malo* - riferendosi, per condivisa opinione, all'*actio de dolo malo* - 'la rete <che cattura> ogni frode':...*everriculum malitiam omnium, iudicium de dolo malo, quod Gaius Aquilius familiaris noster protulit...* (*De natura Deorum*, III, 74).

L'icastica quanto concisa, definizione del *dolus malus* attribuita ad Aquilio nel *De Officiis* fu ripresa ed ampliata da Servio - così come riferisce Ulpiano - : *Dolum malum ita definiit machinationem quandam alterius decipiendi causa, cum aliud simulatur et aliud agitur*; e poi da Labeone: ... *sic definiit dolum malum esse omnem calliditatem fallaciam machinationem ad circumveniendum fallendum decipiendum alterum adhibitam* (D. 4, 3, 1, 2, Ulp. 11, ad ed.).

²² Cfr. S. SEMINARA, *Art. 180. Abuso di informazioni privilegiate*, in G. F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, III, Torino, 2002, p. 1452.

²³ U. Bhattacharya, H. Daouk, *The World Price of Insider Trading* (2002), 57 (1) *Journal of Finance*, 75-108.



Negli U.S.A. si avverte materialmente negli anni '20, a livello dottrinario, la necessità di apprestare una tutela attraverso una disciplina della trasparenza che accresca la fiducia degli investitori, ma gli strumenti classici del diritto anglosassone e i principi di *common law* appaiono inadeguati alle necessità concrete della nuova realtà del mercato azionario. Talché, per ovviare alla crisi di sfiducia seguita al *Big Crash* del 1929, è il legislatore ad individuare gli obblighi informativi nelle negoziazioni finanziarie, attraverso il *Securities Act* del 1933 ed il *Securities Exchange Act* del 1934. Ma solo nel 1942 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) emana la *Rule 10(b)-5*, la norma cardine nella disciplina nordamericana dell'*insider trading*.

L'indeterminatezza della *Rule 10(b)-5* le consente di affrontare con flessibilità la molteplicità delle situazioni concrete emergenti, nella sintesi del *disclose or abstain* di origine giurisprudenziale che, con un brocardo, esprime la regola di condotta dell'*insider* che sia in possesso di informazioni privilegiate.

La tendenza delle Corti federali ad espandere la valenza della *Rule* nella prospettiva di un'efficace tutela del mercato viene tuttavia, in origine, contrastata dalla Corte Suprema che, agli inizi degli anni '80 formula ed applica, nel *case Chiarella*²⁴, la c. d. 'teoria fiduciaria', riducendo notevolmente l'ambito del dovere di *disclose or abstain*. Tanto, con ripercussioni notevoli anche sulla responsabilità civile connessa all'*insider trading*, mentre la dottrina - da parte sua - denuncia l'effettiva liberalizzazione del fenomeno che dovrebbe invece essere contrastato.

Conseguentemente, nel 1988 la SEC dà impulso alla *misappropriation theory* che, sostenuta da autorevole *case law*, viene poi ribadita dal legislatore con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*.

Nel nostro ordinamento, la legge comunitaria 2004 recepisce la direttiva 2003/6/CE sul *market abuse*.

In armonia con le scelte del legislatore comunitario, il legislatore italiano contrasta l'*insider trading* in via preventiva attraverso l'individuazione di obblighi informativi imposti agli emittenti di strumenti finanziari, ma anche con l'introduzione di sanzioni penali ed amministrative miranti alla repressione delle pratiche di *market abuse*.

Rileva, peraltro, come la disciplina vigente sia carente di specifiche norme concernenti la responsabilità civile dell'*insider* nei confronti degli investitori danneggiati, risultando assai difficoltoso adattare alle dinamiche dell'*insider trading* i canoni tradizionali della responsabilità aquiliana.

Fondamentale l'apporto della dottrina, che mutua l'analisi critica della problematica dallo studio del fenomeno sviluppatosi nella *jurisprudence* nord-americana, ove si discorre di *strict liability* a carico dell'impresa e di *duty-based liability*, che viene a gravare su di essa solo in caso di violazione di un dovere espressamente previsto dalla legge, come ad esempio l'obbligo di adottare appropriate misure di controllo interno.

²⁴ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 2221980.



5. Nel diritto statunitense la competenza in materia societaria appartiene ai singoli Stati e non trova allocazione nell'*Uniform Commercial Code*. Tuttavia, dopo il *Crash* del 1929 - imputato, come si è accennato, alle frodi ed alle manipolazioni perpetrate sul mercato finanziario -, nei primi cento giorni della presidenza Roosevelt fu emanato il *Securities Act* del 1933, il primo atto della politica di *New Deal*, finalizzato alla protezione degli investitori. L'anno successivo, il *Securities Exchange Act* del 1934 istituiva la *Securities Exchange Commission* (SEC), la cui specifica funzione era quella di reprimere la manipolazione del mercato e di regolare l'attività economica, soprattutto attraverso il controllo dei flussi informativi.

La SEC è un organismo indipendente che fin dalla sua costituzione ha avuto come fine quello di porre rimedio alla frammentazione statale del diritto societario, arginando contemporaneamente i rischi connessi al difetto insito nella regolamentazione effettuata dai singoli Stati, che raramente riuscivano a garantire una adeguata tutela agli investitori, frenati anche dal timore di *vedere le società residenti trasmigrare verso lidi più ospitali*²⁵.

Con i *Securities Acts* del 1933 e 1934 viene affidata alla SEC la creazione di un diritto dei valori mobiliari di rango federale – ma in forma delegificata – imperniato su due ordini di regole, uno incentrato sulla *mandatory disclosure* che, a quasi un secolo di distanza dal *Joint Stock Companies Act* britannico del 1844, impone obblighi di trasparenza per tutto ciò che concerne le offerte di valori mobiliari e la situazione degli *issuers*, gli emittenti; l'altro, attinente al divieto di frode che, grazie alla *Rule 10(b)-5* emanata nel 1942, impone in forma ampia e generalizzata il divieto di pratiche manipolative o decettive applicato a qualunque operazione collegata con l'acquisto o la vendita di *securities*, comprese le operazioni relative a titoli non pubblicamente negoziati: è prevista l'azione civile, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale, e lo stesso nesso di causalità è costruito su presupposti certamente non rigidi, in un raggio di operatività che comprende sia i piccoli risparmiatori, sia l'acquirente di un consistente pacchetto azionario che siano stati influenzati o sviati da notizie o informazioni non veritiere.

La tutela predisposta è ancor più rafforzata dalla possibilità di integrarsi con altri istituti tipici del *common law* statunitense, come le *class actions*.

Diversamente dalla prassi del continente europeo, che governa le amministrazioni dall'alto per il tramite di un ministro responsabile dinanzi al parlamento, la SEC si definisce *a independent, bipartisan, quasi-judicial agency of the United States government*; il suo carattere *quasi-judicial* è indice della sua assoluta terzietà rispetto alle categorie – imprese e risparmiatori – sottoposte al suo controllo ed alla sua tutela²⁶.

Grazie alla delega legislativa di poteri normativi si è venuta formando un'ampia *securities regulation* comprensiva dell'apparato delle sanzioni, che tuttavia la SEC ha dovuto - almeno

²⁵ M. RICOLFI, *Securities Exchange Commission*, *Digesto Ipert.*, 1996, § 2.

²⁶ Alla SEC saranno affidate, tra l'altro, funzioni di controllo e di regolamentazione anche sulle *holding* dei settori di pubblica utilità, sugli intermediari finanziari, e sui *brokers* e *dealers* operanti nei mercati non regolamentati, attraverso il *Public Utility Holding Company Act* del 1935; il *Federal Trust Indenture Act* del 1939; l'*Investment Company Act* e l'*Investment Advisers Act* del 1940.



in apparenza - mitigare dopo l'adesione all'*Economic Analysis of Law* nella versione della scuola di Chicago connotata dalla convinzione che l'operare spontaneo dei mercati finanziari fosse in grado di correggere in automatico ogni distorsione relativa all'andamento dei titoli, al di là di ogni strumento o norma imposta da organismi esterni al mercato stesso²⁷.

Nella seconda metà del '900 si impongono, infatti, le teorie di Milton Friedman, di Thomas Sowell, e di Henry Manne²⁸, il quale ultimo esalta, nella *vision* dell'analisi economica del diritto, le conseguenze positive della pratica dell'*insider trading* destinata, a suo dire, ad enfatizzare il ruolo del management, vero arbitro della formazione dei prezzi e artefice della crescita dello *stock market* e dell'intero sistema economico²⁹.

Il progetto di deregolamentazione, proposto e sostenuto con grande entusiasmo dai giuristi fedeli all'*Efficient Capital Markets Hypothesis* (ECMH) si rivela, tuttavia, ben presto inconsistente: il *crash* della borsa del 1987, seguito ai gravi episodi di manipolazione emersi nell'anno precedente, determina il *revirement* degli economisti posti di fronte all'inconsistenza delle formulazioni più esasperate e ottimistiche dei sostenitori dell'"Ipotesi" dei *Chicagoan*, e insieme il ritorno ufficiale della SEC ad analisi più realistiche del comportamento dei mercati finanziari, al seguito dell'apporto di maestri come Keynes o Tobin³⁰.

Peraltro, il contributo dell'*Economic Analysis of Law* ha avuto anche un risvolto positivo, in quanto, mitigando almeno in parte l'iniziale severità della Commissione, ha evitato una repressione indiscriminata dell'*insider trading* che, nell'ossessiva ricerca di colpevolezza - inasprita da considerazioni prevalentemente etiche - avrebbe condotto di fatto, così come gli abusi esasperati, alla paralisi del mercato.

6. La *Section 10 b* contiene la delega alla SEC quanto all'emanazione di norme regolamentari che a suo avviso si palesino necessarie per il perseguimento dei già citati fini di tutela³¹.

In particolare, la *Rule 10(b)-5* mira alla repressione di ogni genere di frode realizzabile nel mercato mobiliare.

²⁷ R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 4^a ed., Boston, Toronto, London, 1992, 446.

²⁸ M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, 1962; Id., *Inflation and Unemployment: Nobel lecture*, *Journal of Political Economy* 1977; T. Sowell, *Intellectuals and Society*, *National Review Online* (2010).

²⁹ H. MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, New York, 1966.

³⁰ J. TOBIN, *Essays in economics*: I, *Macroeconomics*, Amsterdam, North-Holland, 1971; II: *Consumption and econometrics*, Amsterdam, North-Holland, 1975; III: *Theory and policy*, Cambridge, MIT Press, 1982. Sostenitore della teoria macroeconomia di ispirazione keynesiana, premio Nobel per l'economia per la sua analisi dei mercati finanziari è noto per la sua proposta di tassazione sulle transazioni internazionali (la "Tobin tax"), e per la teoria chiamata "q di Tobin", secondo la quale il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa costituisce la misura della differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale da questa effettivamente posseduto. Tobin, come quasi tutti gli altri economisti premi Nobel, si è espresso in modo negativo sulla istituzione dell'euro.

³¹ Di grande interesse, in materia, R. K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. Leg. Studies, 251 (1977).



Forse il grande successo che, in termini di efficacia, ha fatto riscontrare l'applicazione della norma *de qua* deriva, singolarmente, proprio dalla sfumata indeterminatezza concernente l'esatta definizione dell'*insider*: indefinitezza che si traduce in flessibilità quanto mai opportuna nel vagliare attività caratterizzate da estrema variabilità sia quanto ai soggetti, sia quanto alle ipotesi connesse all'applicabilità delle sanzioni.

Ciò è agevolmente riscontrabile nella prima occasione in cui la *Rule* 10(b)-5 viene applicata ad un caso di *insider trading*, seppure non costituisca *precedent* poiché concerne il procedimento amministrativo avviato dalla SEC contro la Cady, Robert & Co.

Detta società finanziaria nel 1961 apprende, tramite un'informazione riservata, che la società aeronautica Curtis & Wright Corporation procederà ad una drastica riduzione dei dividendi, malgrado il rialzo delle azioni della Corporation provocato dall'annuncio - diffuso dalla stessa Curtis & Wright - della imminente produzione di un nuovo motore a combustione interna. Talché, la finanziaria vende ad ottimo prezzo le azioni della Corporation che erano nel proprio portafoglio.

Per la SEC il caso è paradigmatico: vi si rinvencono l'*access* ad informazioni rilevanti e riservate e l'*inherent unfairness*, il danno prodotto dal comportamento illecito di chi si avvantaggia consapevolmente della conoscenza esclusiva della notizia caratterizzata da *price sensitivity*.

In base alla *Rule* 10(b)-5 l'operatore che si trovi in possesso di tale informazione deve renderla pubblica: se ciò non è nella sua possibilità o volontà ha solo un'alternativa, cioè astenersi da ogni iniziativa inerente al suo utilizzo.

Ma la flessibilità della *Rule* le consente anche di ampliare oltre misura il suo ambito di ricaduta, fino ad includere nel *duty of disclose or abstain* tutte quelle persone che si trovano in una non meglio determinata *special relationship with a company and privy to its internal affair*. L'intento della SEC qui più che un impulso etico, segue il preciso scopo di non lasciare fuori della portata del suo controllo <e della sanzione> i *tippees* cui l'*insider* rivela indebitamente l'informazione riservata.

La regola del *disclose or abstain* viene formulata compiutamente qualche anno dopo dalla Corte d'Appello del Secondo Circuito nella decisione del *case* SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.: *anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he choose not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remain undisclosed*. Tale pronuncia, la prima di natura giurisdizionale, costituisce il *leading case* dell'applicazione della *Rule* 10 (b) -5 all'*insider trading*.

7. Nel 1984 compare l'*Insider Trading Sanction Act*, il primo provvedimento legislativo federale concernente le pratiche di *insider trading*, che modifica la *Section* 21 d del *Securities Exchange Act* del 1934 inasprendo ed ampliando le sanzioni già previste ed assegna alla SEC la facoltà di comminare, in aggiunta a quelle, anche la sanzione amministrativa del pagamento di un importo fino al triplo del profitto conseguito o della perdita evitata, a carico di *chiunque* tratti la vendita o l'acquisto di *stocks* mentre *is in possession of material non*



public information, e di una analoga *civil penalty* pari allo stesso importo, comminabile nei confronti dei medesimi soggetti dalle Corti.

Anche il Congresso evita, nella promulgazione del provvedimento *de quo*, di fornire una qualsivoglia definizione del fenomeno, in accordo con l'auspicio della SEC per la quale sono essenziali la flessibilità e l'ampiezza di intervento consentita dalla indeterminatezza dei confini delle nozioni trattate.

Peraltro è notevole l'apporto chiarificatore del Congresso relativo alla *Section 20* d introdotta dall'*Insider Trading Sanction Act* nel testo del *Securities Exchange Act*.

La *Rule* specifica l'illiceità delle operazioni concernenti *options* - ovvero altri derivati - nei casi in cui non sia consentito negoziare i titoli sottostanti.

Come noto, un'*option call* è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione, dietro pagamento di una somma - o 'premio' - acquista il diritto - ma non l'obbligo - di acquistare un titolo c. d. 'sottostante', a un dato prezzo d'esercizio (*strike price*). L'*option call* americana può essere esercitata in qualunque momento tra la stipula del contratto e la sua scadenza, a differenza dell'opzione europea che può essere esercitata solo alla data prefissata.

Parimenti con l'*option put* l'acquirente dell'opzione acquista il diritto, ma non l'obbligo, di vendere il titolo sottostante al derivato allo *strike price* fissato, mentre l'altra parte, che intanto incassa il 'premio' corrisposto obbligatoriamente dall'acquirente, si impegna ad acquistare il titolo, se - e quando, nell'ordinamento USA - l'acquirente dell'*option put* decide di esercitare il suo diritto. Talché, se oggi un titolo sottostante vale 3, chi esercita l'*option put* al costo del 'premio' di 0,50, in una data qualunque compresa entro la scadenza prefissata, potrà venderlo allo *strike price* stabilito di 2,5: ovviamente se nel frattempo il sottostante avrà fatto registrare una quotazione più bassa rispetto allo *strike price* l'opzione avrà un valore monetario positivo.

La *Section 20* d vieta, dunque, di effettuare operazioni su derivati a chi sia in possesso di informazioni riservate, a pena di ricadere, violando detto obbligo, nella responsabilità corrispondente: inserendo tale norma il Congresso ha altresì fugato ogni dubbio circa l'applicabilità della *Rule 10(b)-5* alle suddette modalità di *trading* che intrinsecamente offrono più agevoli possibilità di elusione del divieto di *insider* e di *misappropriation*.

Con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* elaborato, dietro proposta anche della SEC, da una Commissione legislativa istituita *ad hoc* ed approvato dal Congresso nell'ottobre del 1988, nel *Securities Exchange Act* del 1934 viene inserita la *Section 20 A* che attribuisce la legittimità all'azione per il risarcimento dei danni subiti anche a tutti gli investitori che hanno negoziato titoli oggetto di pratiche vietate in posizione contrattuale opposta e *contemporaneamente* all'*insider trading*.

Con tale disposizione normativa il legislatore nordamericano riconosce la sussistenza del diritto al risarcimento³² indipendentemente da qualunque rapporto fiduciario che possa

³² La SEC tende ad ottenere la restituzione dei profitti illecitamente conseguiti dall'*insider* attraverso il *disgorgement*, ossia il risarcimento basato non sulla perdita subita dai soggetti danneggiati, ma sui profitti realizzati dalla controparte in virtù del



intercorrere tra il colpevole di *abuse* e i soggetti danneggiati, privilegiando la *misappropriation theory* grazie alla quale la SEC aveva aggirato e arginato le pericolose aperture in tema di flessibilità sanzionatoria determinatesi nella *case law* basata sulla teoria fiduciaria in precedenza seguita dalla Corte Suprema.

L'inasprimento di pene e sanzioni ora è rivolto anche contro le *controlling persons* che direttamente o indirettamente hanno omesso di adottare misure adeguate atte a prevenire le pratiche vietate di *insider trading*, sia che ne avessero consapevolezza, sia che fossero incorse in negligente e grave trascuratezza: *knowingly or recklessly*.

Il legislatore americano affianca a tali interventi il c. d. *bounty program*, codificato nella *Section 21 A(e)-3*, che autorizza la Commissione *to award bounties to persons who provided information leading to the recovery of civil penalties for insider trading violations*, a corrispondere «taglie premio» a coloro che hanno fornito informazioni che portino al recupero di sanzioni civili per le medesime violazioni³³.

La disciplina statunitense dell'*insider trading* è indubbiamente tra le più severe e più determinate nel perseguire le pratiche illegali connesse al *market abuse*: rileva l'attenzione posta dall'ordinamento alla salvaguardia del mercato e contemporaneamente alla prevenzione di ulteriori *big crash* rovinosi, ma la differenza, al confronto con quel che accade nell'esperienza italiana, è nella scelta di giungere allo scopo privilegiando - in modo che può definirsi sistematico - la tutela degli investitori *vel risparmiatori vel consumatori*, che forniscono la massa del capitale che finanzia il mercato stesso.

Che non si tratti di una tutela privilegiata *tout court*, quella che qui si palesa nei confronti del consumatore, è dimostrato da quanto invece accade in altre vicende che hanno visto o vedono soccombere i non professionisti che accedono ad altre categorie di beni e/o servizi, dove fin troppo spesso il consumatore è vittima anche delle ...interpretazioni delle corti.

compimento dell'atto *contra legem*. La concessione di tale rimedio rientra nei poteri equitativi delle corti federali e dopo essersi consolidato nella prassi giurisprudenziale ha trovato implicito riconoscimento nel *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 e nel *Sarbanes-Oxley Act* del 2002: in entrambi i provvedimenti infatti si menziona la *disgorgement* riconoscendo quindi la validità del rimedio di *equity* che ha, come altri rimedi creati dall'*equity*, anche una funzione preventiva, nel senso che, una persona razionale, qualora i costi vengano riportati alla sfera da cui promanano, recherà pregiudizio alla controparte solo nel caso in cui il beneficio che ne ricava sia "abbastanza ampio da consentirle di pagare un adeguato risarcimento e tenere qualcosa per sé"

Il *disgorgement* non ha natura punitiva, ma è volto a ristabilire lo *status quo* precedente alla violazione, riportando il trasgressore nella situazione in cui si sarebbe trovato in assenza della condotta illecita. (WANG-STEINBERG, *Insider trading*, New York, 2010, 653). La SEC deve indicare semplicemente con ragionevole approssimazione la misura della pretesa restitutiva. Al convenuto si addossa quindi, tanto l'onere della prova circa l'inesattezza delle somme indicate, quanto il rischio derivante dall'incertezza dell'ammontare dei guadagni illeciti.

³³ Il Congresso, con il successivo *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del luglio 2010, sostituisce la *Section 21 F* alla *Section 21 A (e)-3* dell'*Exchange Act*, che premia gli informatori *who voluntarily provide the Commission with "original information" about a violation of the federal securities laws that leads to the successful enforcement of a "covered judicial or administrative action," or a "related action"*.

La SEC, tuttavia, poco dopo, in data 21 settembre 2010, pone fine all'*insider trading bounty program*.



Peraltro rileva come le *class actions* siano ammesse - come pratica ormai consueta nei giudizi per prodotti difettosi - a partire dal 1966: in base alla R. 23 delle *Federal Rules of Civil Procedure*, ai consumatori è offerta la possibilità di ricorrere ad un'azione collettiva ai fini risarcitori, il cui meccanismo processuale, come noto, estende i rimedi concessi a chi ha agito in giudizio ed abbia visto riconosciute le proprie pretese, a tutti gli appartenenti alla medesima categoria di soggetti che non si sono attivati³⁴.

Ma sono ben note le sconfitte patite nelle lotte giudiziarie per il risarcimento degli incontestabili danni da fumo o in altri settori in cui i consumatori sono tuttora irrimediabilmente svantaggiati: proprio in tale confronto si constata come la SEC, il Congresso e le Corti - soprattutto quelle di grado inferiore - tutelino prioritariamente la fiducia e gli investimenti dei risparmiatori/*consumers*, riuscendo a garantire il risarcimento anche a soggetti che in alcun modo appaiono in rapporto - fiduciario o contrattuale - con i responsabili degli illeciti.

³⁴ La possibilità di intentare *mass actions* in ipotesi di *mass torts* è resa certamente più agevole dalla diffusa pratica del 'patto di quota lite'. Attraverso la stipula del *contingent fee*, come noto, l'avvocato si impegna a sostenere tutte le spese del processo, ma in caso di successo avrà diritto ad un terzo - talora anche al 40% - dell'intero risarcimento decretato dalla giuria. Va anche ricordato che in caso di soccombenza, l'avvocato che ha stipulato il patto di quota lite", in base alla nota *American rule*, non dovrà mai accollarsi le spese dell'avversario vittorioso.

Alla relativa facilità con la quale il consumatore danneggiato può ricorrere in giudizio, si unisce anche la frequente attribuzione, da parte delle corti, dei *punitive damages*, che risultano in genere devastanti per i singoli produttori, per via delle ingenti somme assegnate ai risarcimenti. Tanto, nella considerazione dell'azionabilità delle rivendicazioni.

Sul finire del secolo scorso, l'aumento vertiginoso delle cause di danno e del loro costo - a spese dei produttori - ha generato crisi a catena, tanto nel settore produttivo che nel sistema assicurativo a quello connesso.

Varie industrie, come quelle produttrici di amianto, sono state costrette a uscire dal mercato, mentre le industrie farmaceutiche hanno rallentato la ricerca e la sperimentazione di nuovi prodotti. La questione attinente alla responsabilità civile sembrava avviare il sistema produttivo verso un punto di non ritorno, verso il tracollo - produttivo e assicurativo - dell'intero sistema anglo-americano, quando si genera in dottrina un movimento in controtendenza che, mirando a limitare in qualche modo la responsabilità del produttore auspicava si giungesse a ridurre gli esorbitanti risarcimenti, anche per consentire agli imprenditori dei vari settori di rendere più competitivi e più sicuri i loro prodotti. Tra l'altro, vi era chi (Priest) esprimeva criticamente la propria opposizione a veder trasformato il sistema della responsabilità civile in "un surrogato della previdenza sociale". Talché, durante gli ultimi decenni del XX secolo, in molti *States* si è tentato di porre un limite, anche con provvedimenti normativi, alla responsabilità del produttore, mentre la giurisprudenza, in una analoga prospettiva di ridimensionamento, tendeva a ricondurre tale responsabilità nell'alveo della colpa, soprattutto con riguardo al settore farmaceutico, laddove appariva particolarmente preoccupante, a causa delle conseguenze negative per la salute e per il benessere delle persone, la mancanza di incentivazione alla ricerca di nuovi farmaci.

Stupisce, invece, come nelle *Tobacco Tort Litigations* succedutesi negli anni tra il 1954 e il 1994, nessuno delle centinaia di ricorrenti sia riuscito a ottenere un solo dollaro a titolo di risarcimento danni dalle industrie del tabacco. E ciò è tanto più singolare, se lo si colloca all'interno della serie di successi senza precedenti dei danneggiati che agivano contro i produttori di beni difettosi cui si è appena accennato. (Cfr. A. G. PARISI, *Colpa e dolo nella responsabilità. Saggi di diritto comparato*, Torino, 2012, 357 ss.)



La scelta della flessibilità e della sfumata indeterminatezza - da cui è del tutto aliena la responsabilità, nonché la sanzione penale, privilegiate dal legislatore italiano - è certamente strumentale per il perseguimento della finalità e del target che la SEC si è autonomamente prefissato, così da individuare <nuove> regole giuste ed efficaci, senza peraltro infrangere la sacralità della *rule of the law* radicata nella tradizione di *common law*. Ancora una volta stupiscono e nello stesso tempo ispirano al *civilian* un ammirato e talora riverente rispetto, al confronto di diverse situazioni e di altri accadimenti, le - solo apparenti - incongruenze che contraddistinguono, in questo ambito come nella gran parte della *case law*, le decisioni dei giudici e, nella materia *de qua*, l'operato della SEC: un istituto *quasi-judicial*, indipendente, *bipartisan*, composto di cinque membri dei quali non più di tre possono provenire dallo stesso partito, che sono nominati, con *advice and consent* del Senato, dal Presidente degli Stati Uniti per un periodo di cinque anni, in un avvicendamento programmato in base al quale ogni anno uno dei componenti cessa dalla carica per venire *puntualmente e regolarmente* sostituito.

Forse non a caso, tra le regolamentazioni dell'*insider trading* poste in essere dagli ordinamenti occidentali, quella di *common law*, del *common law* nord-americano, è la più efficace e insieme la più attenta alle esigenze della persona e del mercato: forse non poco il diritto angloamericano è tributario, per questo, al suo essere radicato nella *case law*, talché mai il legame³⁵ tra etica giuridica e umanità, quantomeno consapevolmente, può essere scisso³⁶.

8. L' *insider trading* produce ovviamente in Italia gli stessi effetti negativi - o esternalità - individuati nell'esperienza nordamericana. Anche per la dottrina italiana il mercato, gli emittenti e gli investitori sono titolari di interessi pregiudicati dagli abusi informativi. Sono invece distinte le finalità che i due ordinamenti si propongono in via prioritaria nella repressione di un fenomeno che è stato sostanzialmente ignorato dal legislatore italiano fino all'emanazione della legge 17 maggio 1991, n. 157 sulle *Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*, con la quale si diede attuazione alla direttiva 89/592/CEE.

Certamente il diritto comunitario è stato determinante per lo sviluppo della disciplina italiana in materia di *insider trading*, che appare senz'altro severa in quanto, sebbene la normativa europea fin dall'inizio rimettesse alla discrezionalità dei singoli Stati membri la scelta delle politiche repressive da adottare, non necessariamente di carattere penale, il legislatore nazionale ha inteso perseguire l'abuso di informazioni privilegiate attraverso la previsione di un reato che accomuna nell'azione delittuosa non solo l'*insider*, ma anche i *tippees*. Infatti già l'art. 2 della legge 157/'91 prevedeva, al comma 1, il divieto di *acquistare o vendere, ovvero compiere altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari, ivi compresi i relativi diritti di opzione, qualora si posseggano informazioni riservate, ed altresì di comunicare a terzi,*

³⁵ *material*, vale a dire rilevante e concreto.

³⁶ Quanto al complesso mondo della *law contract* e dei *torts* governato dall'intrinseca e amplissima discrezionalità del *judge law maker*, sia consentito il rinvio a A. G. PARISI, *Colpa e dolo nella responsabilità. Saggi di diritto comparato*, cit., 20 ss.



senza giustificato motivo, le informazioni di cui al comma 1 ovvero consigliare a terzi, sulla base delle suddette informazioni, il compimento delle operazioni di cui al comma 1.

L'amplessima prescrizione indirizzava il divieto non solo ai detentori delle citate informazioni in virtù della loro "partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio", ma anche a *tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio*: dunque la norma considerava soggetti attivi del reato soggetti attivi del reato sia gli *insider* primari (istituzionali o temporanei) che quelli secondari, ai quali erano estesi i medesimi divieti imposti ai primi, dal divieto di negoziare a quello di comunicare ad altri l'informazione o di suggerire, in base ad essa, operazioni sui titoli.

Contemporaneamente la severità dei divieti era attenuata da talune esenzioni dalla formulazione eccessivamente generica che andavano a sostituire la maggiore determinatezza della norma comunitaria: come la sanzione del *tipping* attuato 'senza giustificato motivo' in luogo del più specifico *nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni*, con riferimento alla medesima attività di trasmissione dell'informazione riservata.

L'art. 8 della legge richiamata attribuiva alla CONSOB il compito di individuare le eventuali violazioni in termini di abuso informativo, e di trasmettere al pubblico ministero la relativa documentazione. Rileva la disposizione di cui all'art. 8, comma 6, in base alla quale nei vari procedimenti la stessa CONSOB *esercita(va) i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale alla persona offesa dal reato, nonché le facoltà riconosciute negli articoli 505 e 511 del medesimo codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.*

Talché sorgeva una immediata perplessità, concernente l'attribuzione al titolare dell'azione investigativa anche del ruolo di soggetto offeso, tenuto, ex art. 92 c. p. p., a prestare il proprio consenso all'esercizio di diritti spettanti alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato: ne derivò la considerazione della norma speciale come derogatoria rispetto alla disciplina generale³⁷.

Fu subito evidente, peraltro, che il legislatore comunitario aveva impostato la regolamentazione dell'*insider trading* sulla prioritaria esigenza di tutela del mercato, al fine di assicurare parità informativa a tutti gli operatori, e di consolidare in tal modo la fiducia degli investitori, senza porre adeguata attenzione al ristoro del danno eventualmente subito.

Quanto alle scelte operate dal legislatore italiano, fin dall'inizio la disciplina recepita si rivelava pressoché incompatibile con i canoni del diritto penale cui doveva comunque conformarsi: pertanto, seppure il reato di *insider trading* ebbe una scarsissima applicazione in ambito giurisprudenziale, si rese necessaria la riformulazione dell'intera normativa, effettuata per il tramite del d.lgs. 58/'98 che, abrogando le norme precedenti, ne attuò il riordino nel *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*. Agli artt. 180-187

³⁷ Sul tema, cfr. DI GIOVINE, *La responsabilità degli enti: lineamenti di un nuovo modello di illecito punitivo*, in AA.VV., *Diritto penale ed impresa: un rapporto controverso*, Milano 2004, p. 549; FOFFANI, *Responsabilità delle persone giuridiche e riforma dei reati societari*, in AA.VV., *Societas puniri potest. La responsabilità da reato negli enti collettivi*, Padova, 2003, p. 254.



fu regolato il reato di *insider trading*, unitamente a quello di aggio: la disciplina, anche nella nuova formulazione, accomunava sostanzialmente *insider* primari e secondari e, pur intervenendo con ulteriori specificazioni - sottolineando ad esempio il nesso tra funzione dell'*insider* e informazioni acquisite - non operava alcuna connessione diretta con l'emittente dei titoli coinvolti, discostandosi notevolmente dalla *ratio* della disciplina statunitense, che fondava l'intera repressione del fenomeno sulla violazione degli obblighi fiduciari (interpretazione della Corte Suprema) o sull'indebita appropriazione (la successiva motivazione/*escamotage* introdotta dalla SEC).

Di qui sostanzialmente l'enorme difficoltà di applicazione, al confronto, della regolamentazione italiana, in cui la prevalenza della fattispecie penale - e amministrativa - sulla dimensione civilistica obbliga ancor oggi l'ordinamento ad una quasi continua specificazione prescrittiva, nella ricerca spesso infruttuosa della necessaria determinatezza e - conseguente - tassatività.

La riformulazione della nozione di informazione privilegiata, in luogo della 'informazione riservata' di cui alla norma previgente, unita a variazioni testuali di non eccessiva rilevanza, all'inasprimento delle sanzioni e all'ampliamento dei poteri della CONSOB nell'esplicazione dell'attività di vigilanza, non risolve tuttavia le problematiche connesse all'applicazione della innovata disciplina, che subisce l'aggravio del conseguente ampliamento degli oneri probatori, seppure acquista alquanto in termini di determinatezza. In tali termini, tuttavia, la disciplina era ritenuta comunque ancora inadeguata, come conferma il procedimento di incostituzionalità avviato dinanzi alla Consulta, a fronte degli artt. 3 e 25, comma 2, Cost., con riguardo all'eccessiva indeterminatezza della nozione di *price sensitivity*. La Corte Costituzionale³⁸ dichiarava il ricorso inammissibile per carenze sostanzialmente formali, ma nel contempo rinviava, in certo qual modo, alle ulteriori modifiche che avrebbe introdotto la direttiva comunitaria di imminente emanazione (direttiva 2003/124/CE).

L'art. 9, l. 18 aprile 2005, n. 62, la c. d. legge comunitaria 2004 che ha dato attuazione alla direttiva 2003/6/CE, ha innovato ancora pressoché totalmente la disciplina sugli abusi di mercato contenuta nel TUF. Infatti il Titolo I-bis (artt. 180- 187 *quaterdecies*) viene sostituito al precedente Capo IV del Titolo I, della Parte V TUF.

Nella normativa riformata, che riguarda le categorie di *market abuse*, *insider trading* e *market manipulation*, rileva soprattutto la definizione riformulata della nozione di informazione privilegiata di cui all'art. 181.

La norma che in dottrina suscita maggiori perplessità è la specificazione del comma 3 che alla lett. a), a proposito di informazioni [privilegiate], discorre ancora con insufficiente determinatezza di *un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza* e di *un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà*, laddove la stessa menzione della prevedibilità è incompatibile con l'esigenza di tassatività del diritto penale, come pure appare inadeguata la specificazione della nozione di *investitore ragionevole*.

³⁸ Cfr. Corte Cost., 14 dicembre 2004, n. 382 in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 4, 58 con nota di BOMBARDI; in *Impresa*, 2005, 2, 287; in *Riv. Pen.*, 2005, 285 e in *Dir. Pen. e Processo*, 2005, 2, 148.



Anche i poteri della CONSOB sono ampliati, alla stregua della sollecitazione di cui all'art. 12 della direttiva 2003/6/CE, che chiaramente prescrive: "All'autorità competente sono conferiti tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle sue funzioni". Infatti l'art. 187 *octies* attribuisce alla Commissione, tra l'altro, il compito di porre in essere *tutti gli atti necessari all'accertamento delle violazioni delle disposizioni di cui al presente titolo, utilizzando i poteri ad essa attribuiti dal presente decreto*.

Ma quel che rileva ai fini della presente disamina è la legittimazione della CONSOB all'esercizio dell'azione civile di cui al l'art. 187 *undecies*, comma 2, talché la Commissione nel processo penale per *market abuse* "può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato"³⁹.

Rileva ancora, tuttavia, come alla severità dello strumento sanzionatorio non faccia riscontro un'effettiva applicazione giurisprudenziale dell'intera disciplina, sempre a causa dell'incompatibilità tra l'ineludibile flessibilità insita nel configurarsi della fattispecie, la relativa specialità della legge e i principi del diritto penale.

In effetti l'*insider trading* può definirsi un fenomeno multiforme che ben è stato affrontato, in *common law*, da una regolamentazione fondata su clausole generali. Infatti, nell'ordinamento nordamericano la *Rule 10 (b)-5* è caratterizzata da una essenziale adattabilità alle molteplici e variegati ipotesi nelle quali si configurano le figure in analisi e, in generale, ogni situazione rilevante offerta dalla realtà economica. A nulla giova l'incremento delle sanzioni - e della loro insita valenza dissuasiva - quando è la medesima scelta di perseguire l'*insider trading* in via essenzialmente penalistica a fungere da limite all'efficacia dell'intervento.

La scelta dello strumento normativo dipende dalla finalità che lo stesso legislatore si è prefissata: oltreoceano l'interesse precipuo è alla tutela degli interessi individuali degli investitori dai pregiudizi arrecati dalle pratiche manipolatorie e, come riflesso della fiducia rafforzata nella gran parte dei consumatori/risparmiatori, seppure immancabilmente come necessaria conseguenza dell'intervento posto in atto, si perviene alla tutela dell'interesse generale del mercato finanziario.

Al contrario l'esperienza di *civil law*, ed in particolare quella italiana e comunitaria, è tesa a perseguire l'efficienza del mercato sostanzialmente attraverso la parità di accesso all'informazione.

Punto nodale della differenza tra le due differenti modalità di intervento normativo è, anche, la repressione dell'*insider trading* secondario: in *civil law*, *rectius*, nell'ordinamento italiano si sanziona l'asimmetria informativa estesa ai *tippees comunque ed in ogni caso*, indipendentemente dalle cause; negli U.S.A. invece essa è perseguita solo se è stata ottenuta

³⁹ La dottrina ha ravvisato della previsione una sorta di *punitive damages*: cfr. F. SGUBBI, D. FONDAROLI, A. F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, 2^a ed., Padova, 2012, 186 ss.



in modo fraudolento, per violazione di un dovere fiduciario o per indebita appropriazione dell'informazione.

È inoltre emblematica, si ribadisce, l'assenza nella legge americana di una precisa definizione delle nozioni di *insider trading* e di informazione privilegiata - oggetto a più riprese delle successive 'gride' promulgate dal legislatore continentale - che sono determinate, di volta in volta, nella realtà effettuale della creazione giurisprudenziale legata al caso concreto, esclusivamente dalla *judge-made law*.

Chiaramente per il *civil law*, e segnatamente per il nostro legislatore, si impone sulle altre connotazioni l'intrinseca immoralità dell'*insider trading* che, risolvendosi nell'*abuso di posizione* di chi trae vantaggio dalla superiorità privilegiata rispetto a tutti gli altri operatori che intervengono sul mercato, costituisce una dimensione inaccettabile del sistema capitalistico, per cui deve essere severamente sanzionato.

La filosofia del «*market egalitarianism*» - peraltro condivisa inizialmente anche dal *common law* nord-americano -, intesa in senso rigido, come posizione di uguaglianza sul piano delle informazioni, mostra subito la sua carica utopistica a fronte del dato ineludibile che i soggetti che intervengono sul mercato hanno di fatto a disposizione una quantità di dati assolutamente eterogenea, per cui è inevitabile il configurarsi di una regolamentazione ampia e flessibile soprattutto sotto il profilo soggettivo. Da lì si è mossa la SEC, di concerto con la più avveduta giurisprudenza americana, che pur prendendo avvio dall'asimmetria informativa si è soffermata da un lato sull'indebito approfittamento - in termini di utilizzo delle informazioni privilegiate infrangendo il rapporto fiduciario che era sottostante alla loro stessa acquisizione, ovvero configurando una *misappropriation tout court* - e per altro verso sull'utilizzo di strumenti di tipo restitutorio da affiancare alle sanzioni, così da arginare efficacemente la perdita di fiducia degli investitori e la fuga dal mercato.

Infatti le sanzioni comminate oltre che perseguire - come quelle previste dall'ordinamento italiano - finalità sia repressive che deterrenti, hanno come scopo anche il ristoro del danno patito dagli investitori a causa del *market abuse*: le somme riscosse - a titolo di *disgorgement*⁴⁰, *prejudgment interest*, and *civil monetary penalties* - , al netto di *any federal, state, or local taxes and fees and expenses*, confluiscono nel *Fair Fund*, all'uopo costituito, in base alla *Section 308(a) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, as amended*⁴¹.

⁴⁰ Lo strumento di tipo restitutorio del *disgorgement of profits* che la SEC può chiedere giudizialmente si cumula alla sanzione della multa rapportata al vantaggio conseguito dall'operazione vietata. Nell'ordinamento tedesco l'*Herausgabenspruch* prevista dal § 667 BGB in tema di mandato ed estesa dal § 675 BGB a tutti i rapporti che presentino una componente di tipo gestorio, consente analogamente di ravvisare in capo alla società una pretesa creditoria riguardo a tutti i profitti conseguiti dagli amministratori nell'espletamento dell'incarico loro affidato.

⁴¹ Public Law 107-204. 107th Congress. July 30, 2002: An Act To *protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes*. TITLE III -CORPORATE RESPONSIBILITY. Sec. 308. *Fair funds for investors*:: (a) CIVIL PENALTIES ADDED TO DISGORGEMENT FUNDS FOR THE RELIEF OF VICTIMS.-If in any judicial or administrative action brought by the Commission under the securities laws (as such term is defined in section 3(a)(47) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(47)) the Commission obtains an order requiring



9. La Corte di Cassazione, nella decisione del 20 gennaio 2010, n. 8588⁴², riconosce, tra l'altro, la *funzione riparatoria* della disposizione e, contestualmente, la figura del *danno all'integrità del mercato*, ma non ravvisa in tale pregiudizio una *lesione della soggettività o della sfera patrimoniale* della CONSOB. Anzi, sottolinea come la disposizione in epigrafe tuteli contesti che, in assenza di essa, sarebbero giuridicamente irrilevanti: per tale ragione per la Suprema Corte la disposizione *de qua* discorre di danni *ad una entità in sé astratta*, in quanto tra gli operatori colpiti dalla sanzione ed il reato non si è instaurata alcuna *relazione specifica e giuridicamente rilevante*. La Cassazione inoltre esclude che l'espressione *danni all'integrità del mercato* sia l'equivalente di "danni all'immagine della CONSOB", e rigetta conseguentemente la diretta riferibilità alla stessa di un interesse all'integrità del mercato. Dunque, la riparazione dei danni all'integrità del mercato non sarebbe che una simulazione che integra invece una *sanzione civile con finalità repressivo-deterrente*: il che prospetterebbe anche la violazione del principio del *ne bis in idem*, al cui rispetto l'Italia è vincolata in base all'art. 117 Cost.⁴³

La Corte prospetta, in alternativa, nel configurarsi del richiamato "danno all'integrità del mercato" un autonomo "danno economico" la cui riparazione - in favore della CONSOB - potrebbe apparire, più che un risarcimento, una sorta di indennizzo tramite il quale *trasformare il danno in una provvista di mezzi di prevenzione*. Talché, vi è chi opportunamente ravvisa in detto rimedio risarcitorio una "funzione deterrente in senso debole", la cui

disgorgement against any person for a violation of such laws or the rules or regulations thereunder, or such person agrees in settlement of any such action to such disgorgement, and the Commission also obtains pursuant to such laws a civil penalty against such person, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of the disgorgement fund for the benefit of the victims of such violation. (b) Acceptance Of Additional Donations.-The Commission is authorized to accept, hold, administer, and utilize gifts, bequests and devises of property, both real and personal, to the United States for a disgorgement fund described in subsection (a). Such gifts, bequests, and devises of money and proceeds from sales of other property received as gifts, bequests, or devises shall be deposited in the disgorgement fund and shall be available for allocation in accordance with subsection (a).

⁴² Cass. Pen. Sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Nuova Giur. Civ.*, 2010, 10, 992.

⁴³ Rileva la recente decisione della Corte europea diritti dell'uomo (Sez. II, n. 18640, Grande Stevens e altri c. Italia) del 4 marzo 2014, nella quale i giudici di Strasburgo hanno sancito che la disciplina italiana degli abusi di mercato, contenuta nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, attuazione della direttiva 2003/6/CE viola il principio del *ne bis in idem* contenuto nell'art. 4 del Protocollo 7 della Carta Europea dei diritti dell'Uomo, firmato il 22 novembre 1984, in base al quale "nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato". Nella richiamata sentenza la Corte di Strasburgo ha riconosciuto che il concorso tra le due fattispecie penale ed amministrativa previsto dalla disciplina italiana degli abusi di mercato contenuta nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, attuazione della direttiva 2003/6/CE viola il principio del *ne bis in idem*, in quanto le sanzioni amministrative in materia di *market abuse* previste dal TUF - con riguardo all'art. 187 ter -, benché formalmente amministrative, devono ritenersi sostanzialmente penali (cfr. Corte europea diritti dell'uomo Sez. II, 4 marzo 2014, n. 18640, in *Giur. It.*, 2014, 7, 1642).



caratteristica peculiare consiste nell' *addossare all'autore dell'illecito danni effettivamente prodottisi, ma rispetto ai quali non può operare una regola risarcitoria in favore dei soggetti di fatto danneggiati*⁴⁴.

In effetti, la norma di cui all'art. 187 *undecies*, comma 2, TUF che, come si è osservato, attribuisce alla CONSOB la - contestata - legittimazione ad ottenere il ristoro dei danni arrecati al mercato non è supportata da alcuna previsione che preveda e sanzioni la responsabilità civile dell'*insider* nei confronti degli investitori individualmente lesi, in netto contrasto con il modello nord-americano, laddove si riconosce l'*implied right of action* - per violazione della *Rule 10(b)-5* anche ai *contemporaneous investors* danneggiati. Chiaramente, la disciplina italiana dell'*insider trading* più che alla tutela degli interessi privati è finalizzata alla salvaguardia dell'interesse pubblico all'integrità del mercato.

10. La Suprema Corte nella recentissima sentenza depositata il 3 luglio u.s. assume una posizione decisamente in controtendenza riconoscendo la responsabilità civile dell'*insider trading* e privilegiando la tutela (i. e. il diritto al risarcimento) degli investitori, quasi mutuando dal *common law* (anche) la funzione di creare diritto: infatti, secondo la massima che se ne deduce, *il terzo che si trovi in possesso di informazioni privilegiate relative agli strumenti finanziari di una società quotata e che operi nel mercato in virtù del proprio vantaggio informativo è responsabile nei confronti di chi si trovi dall'altra parte del mercato, in forza del principio "disclose or abstain"*⁴⁵.

I fatti. Il procedimento *de quo* richiama per molte analogie quello promosso nel 1961 dalla SEC contro la Cady, Robert & Co.⁴⁶ Alcune tra le principali banche italiane⁴⁷ componenti di un Comitato ristretto istituito tra il 1995 e il 1997 per il risanamento di una S. p. A (SCI), gravemente colpita nel 1993 dalla crisi del mercato immobiliare, avevano convertito i loro ingenti crediti in azioni della società, per un ammontare complessivo di oltre il 78%. Il 10 giugno 1997 l'*Advisor* trasmette a detto Comitato un rapporto strettamente confidenziale in cui prospettava la necessità di provvedere ad una ulteriore e sollecita ricapitalizzazione della società o, come unica alternativa, di valutare la proposta di acquisto della SCI avanzata dalla società statunitense Tamarix Capital Corporation, tramite la sua controllata Trident Rowan Group. Peraltro, la possibile acquirente richiedeva alle banche del Comitato l'*imprescindibile rinuncia a riscuotere i loro crediti consolidati* verso la SCI.

Nulla trapela riguardo al rapporto dall'*Advisor* agli organi di stampa, che anzi nell'agosto prospettano un apparente miglioramento del bilancio della società unitamente alla possibilità di un'OPA sulle azioni SCI.

⁴⁴ Cfr., T. MAUCERI, *Abusi di mercato e responsabilità civile: danni all'integrità del mercato e danni non patrimoniali agli enti lucrativi lesi dal reato*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2010, 10, 1001.

⁴⁵ Cfr., Cass. civ. Sez. III, 3 luglio 2014.

⁴⁶ Cfr. *supra*, § 6.

⁴⁷ Unicredit, Intesa San Paolo, Banca di Roma Sa.p.A, Centrobanca, Carige.



In tale contesto le banche componenti il Comitato respingono i suggerimenti dell'*Advisor* e, rifiutando l'offerta di Tamarix vendono le azioni SCI riducendo il capitale posseduto dal 78,1 al 14,1.

Nel contempo, tra il 25 agosto e il 21 ottobre 1995, gli investitori, confidando nelle notizie ventilate dalla stampa acquistano un numero di oltre 20.850.000 azioni SCI. Successivamente la notizia dell'OPA si rivela infondata, mentre le azioni SCI perdono progressivamente valore fino alla dichiarazione di fallimento della medesima società del 20 marzo 1998. Segue l'indagine della CONSOB, che addebita alle banche componenti il Comitato la violazione della l. 17 maggio 1991, n. 157, art. 2.

Il procedimento penale avviato a carico dei responsabili delle banche creditrici si conclude con l'archiviazione degli atti da parte del GIP di Milano, su conforme richiesta del P.M.

Gli acquirenti delle azioni SCI agiscono in giudizio contro le medesime banche, accusandole di abuso di informazioni riservate tali da incidere sul prezzo dei titoli, ai sensi della l. n. 157 del 1991, art. 2 (nel testo in vigore all'epoca) e di violazione degli obblighi di informazione della CONSOB e del pubblico circa le operazioni effettuate, chiedendo, tra l'altro, un risarcimento del danno quantificato in euro 257.310.

Il Tribunale di Milano, con sentenza n. 2193/2004 ritiene parzialmente fondati gli addebiti e condanna le banche convenute al risarcimento in via solidale, nella misura di Euro 0,0051 per ogni azione SCI acquistata dagli attori fra il 25 agosto e il 21 ottobre 1997, oltre agli interessi legali.

Con sentenza 21 febbraio - 29 giugno 2007 n. 1855 la Corte di Appello di Milano conferma la sentenza del Tribunale, ponendo le spese del grado a carico delle banche appellate che ricorrono in Cassazione. Resistono con controricorso gli attori in primo grado.

La decisione della Suprema Corte. Pur nella presa d'atto che solo Unicredit ha collocato le azioni SCI in suo possesso anche presso i propri clienti, la Corte ribadisce che gli attori non hanno invocato per il risarcimento la responsabilità contrattuale degli Istituti di credito, bensì l'ingiustizia del danno ed il carattere illecito del loro comportamento. Ritiene anche che l'*Advisor* abbia trasmesso alle stesse banche notizie precise, di contenuto determinato e inequivocabile e non note al mercato circa l'irrimediabile situazione di dissesto di SCI: la notizia riservata, *avente carattere specifico e determinato*, consisteva nella comunicazione testuale del fatto che "... il piano di risanamento non ha funzionato; si prospetta la vendita a Tamarix o la liquidazione, salvo nuovi finanziamenti da parte delle banche". In altri termini l'informazione privilegiata aveva ad oggetto la notizia 3wdell'impossibilità di SCI di fronteggiare a breve il debito consolidato salvo l'intervento di altri finanziamenti, che sarebbe spettato alle banche stesse concedere, quali azioniste di maggioranza.

Correttamente dunque la Corte di Appello ha ravvisato nel comportamento delle convenute - appellanti la violazione della l. n. 157 del 1991, artt. 2 e 3, circa il divieto di acquistare o di vendere valori mobiliari, qualora si posseggano informazioni riservate, ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società, che siano rilevanti in ordine alla valutazione dei titoli.



Peraltro, indipendentemente dallo specifico divieto di vendere o di comprare, chi fa appello al pubblico risparmio attraverso l'offerta di titoli di partecipazione è tenuto ad agire con modalità che, nel contesto, consentano al contraente investitore di effettuare una corretta analisi dell'offerta e della convenienza dell'operazione: seppure *l'intento speculativo è normalmente perseguito nelle operazioni di borsa... esso non esime alcuno dagli elementari doveri di correttezza, che impongono alla parte che si trovi in situazione di indebito vantaggio informativo - comunque acquisito - di non approfittarne in danno altrui.*

La Corte conferma l'illiceità del comportamento correttamente messa in luce dalla Corte di Appello con riferimento alla violazione dei doveri di correttezza e di buona fede, in quanto, se è pur vero che le norme del codice civile in materia sono dettate con riferimento al singolo rapporto obbligatorio (art. 1175 c. c.) od al singolo contratto (art. 1375 c. c.⁴⁸), ed agli obblighi che specificamente ne conseguono fra il debitore e il creditore che ne siano stati parte, non può escludersi che *anche le norme del codice civile in tema di correttezza e buona fede possano ricevere un'applicazione più estesa di quella limitata alla tutela della singola e specifica controparte contrattuale, e possano estendersi oltre l'ambito del singolo contratto ed oltre la responsabilità nei confronti del singolo cliente e contraente, per perseguire in termini ampi e generalizzati la correttezza di comportamento degli operatori sul mercato.*

Conferma, quindi, la Corte, a tutti gli attori in primo grado e qui resistenti *la titolarità del diritto al risarcimento dei danni*: la circostanza che sia incerto se e da quale delle banche convenute gli attori abbiano acquistato è irrilevante, a fronte della certezza del danno,

⁴⁸ Il criterio qui richiamato concerne sostanzialmente la buona fede in senso soggettivo, seppure la buona fede abbia una valenza più ampia, riferibile alla generalità dei rapporti obbligatori e non solo a quelli derivanti da contratto (cfr. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Indica, Zatti*, Milano, 1990, 232, 359; DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, in *Comm. Scialoja, Branca, Sub artt. 1173-1176*, Bologna-Roma, 1988, 290, ma, *contra*: BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, 67). la correttezza si configura quale regola di comportamento *in executivis*, che le parti devono osservare soprattutto in relazione a quel *margin*e di discrezionalità che inevitabilmente caratterizza la fase di attuazione del rapporto, e può imporre alle parti obblighi integrativi (*integrazione in executivis*): la buona fede costituisce un parametro per "governare" le forme di discrezionalità nell'esecuzione e in tal senso possono anche sorgere a carico delle parti, ad esempio, obblighi positivi di cooperare a realizzare condizioni che rendano possibile l'esecuzione del contratto, doveri di protezione della persona o dei beni del contraente, obblighi di avviso: Di Majo, 302 ss.).

Seppure la clausola generale di buona fede sia una figura tipica dell'ordinamento italiano, essa nella seconda metà del secolo scorso è entrata nella *case law* dell'esperienza statunitense, ed è anzi integrata nella prospettiva dell'Economic Analysis of law nella fase dell'esecuzione del contratto. Per la *doctrine* della *Good Faith* nell'esecuzione del contratto di J. Burton si consenta il rinvio a A. PARISI, *Good faith nell'esecuzione del contratto*, Quaderni del Dipartimento DIRCE diretti da P. STANZIONE, Salerno, 2002, 98. ss. e spec. 117 ss.; *adde*, A. G. PARISI, *Diritto Comparato. Ipotesi applicative*, Salerno, 2011, 93 ss. e spec., 98 ss.

Il richiamo contestuale alla clausola del *disclose or abstain*, al principio di buona fede comunque integrato dall'*Economic Analysis of Law* nonché alla responsabilità da prodotto difettoso richiamati dalla Suprema Corte nel suo processo decisionale confermano come non solo la dottrina, ma anche la giurisprudenza italiana - più che il legislatore - si mostrino tributarie della *jurisprudence* e della *case law* d'oltreoceano.



essendo l'entità del pregiudizio economico oggettivamente incorporata nel minor valore del titolo rispetto all'importo pagato per acquistarlo.

Anzi il Supremo giudice richiama a questo proposito il danno conseguente alla vendita e diffusione di prodotti difettosi: e probabilmente anche qui sembra rifarsi all'esperienza di *common law*, al danno causato ai consumatori e alle *class actions* originatesi proprio in tale ambito di richiesta di risarcimento⁴⁹. Anche il nesso causale tra l'ingente e affrettata dismissione dei titoli SCI da parte delle banche azioniste (oltre venti milioni di azioni nel giro di due - tre mesi) e i contestuali acquisti degli investitori a condizioni svantaggiose, risulta ampiamente e logicamente motivato.

Per la Corte, dunque, non vi è dubbio quanto alla sussistenza dei danni, ma, data l'incertezza della relativa quantificazione, giustifica il ricorso della Corte di merito alla valutazione qualitativa che è stata del resto effettuata con riferimento a *parametri controllabili e ragionevoli, quali i valori di borsa in vigore all'epoca*.

11. Non v'è dubbio che la Cassazione nel *leading case de quo* abbia adoperato quei canoni di flessibilità tipici della analoga disciplina statunitense che a tutt'oggi hanno consentito alla SEC di individuare ed arginare un gran numero di operazioni ascrivibili all'*insider trading* e al *market abuse*, e se ciò appare quanto mai opportuno anche in termini di ricaduta di equità e di riduzione delle condotte illecite, specialmente al comparatista aduso al raffronto con il *common law*, non possono tacersi le riserve suscitate, invece, in chi esige in via prioritaria la certezza e la tassatività del diritto positivo. Soprattutto in merito alla *disclose or abstain rule* assunta tal quale dall'esperienza nord-americana e non contemplata da alcuna regola dell'ordinamento italiano, o in ordine alla tipica assenza di connessioni visibili tra l'*insider* e gli investitori danneggiati.

In realtà, se si deve dar credito all'indubbia risalente esperienza del *common law* nord-americano, è di tutta evidenza che la flessibilità tipica dell'approccio d'oltreoceano si sia rivelata ben più efficace delle assai scarse esperienze giunte nella giurisprudenza italiana a sentenza definitiva.

Forse anche l'apporto dell'analisi economica del diritto ha indotto a sfumare i confini tra responsabilità contrattuale dell'*insider* e diritto di proprietà dell'emittente, essendo l'una o l'altro, in termini assoluti, non completamente *enforceable*, stante la fluidità e mutevolezza del contesto.

Non è certo condivisibile il detto *tranchant* che circolava negli U.S.A. al tempo dell'introduzione della *Rule 10(b)-5*, secondo il quale "la circostanza per cui gli ignoranti possono rimetterci entrando in rapporto con gli scaltri è dovuta in larga parte al fatto che Dio non ha creato tutti gli uomini uguali, una situazione per la quale il Congresso e il *Securities Act* non hanno ancora fornito un rimedio"⁵⁰: e certamente l'utilizzo di informazioni

⁴⁹ Cfr. *Product liability* in A. G. PARISI, *Colpa e dolo nella responsabilità. Saggi di diritto comparato*, cit., 293 ss. e spec. 346 ss.

⁵⁰ Citato da P. CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993, 56.



privilegiata deve essere regolamentato, in quanto è pur vero che proprio l'informazione contribuisce a definire la qualità del mercato⁵¹. Ma è necessario rimuovere le situazioni di asimmetria informativa intervenendo con proporzionalità e ragionevolezza nei meccanismi del mercato finanziario e, pragmaticamente, se il divieto assoluto è *unenforceable*, sarà opportuno comunque regolare l'*insider trading* in modo che ne sia ammessa [solo]...una "modica" quantità⁵².

⁵¹ N. LINCIANO, A. MACCHIATI, *Insider trading, una regolazione difficile*, Bologna, 2002, 55.

⁵² N. LINCIANO, A. MACCHIATI, *Insider trading, una regolazione difficile*, loc. ult. cit.