

***Dottorato in Diritto degli Affari  
XXV Ciclo***

***Coordinatore: Chiar.mo Prof. Gustavo Visentini***

***Abusi di mercato: la tradizione statunitense e il confronto con le  
"soluzioni europee" recepite dall'Italia***

**Candidata:  
Dott.ssa  
Manuela Monterossi**

**Tutor:  
Chiar.mo Prof.  
Gustavo Visentini**

## INDICE

Introduzione	1
<b>Capitolo I</b>	
<b>Gli abusi di mercato nel sistema statunitense</b>	
1. Una visione di insieme della condotta di <i>insider trading</i> nel sistema statunitense	14
2. Le origini della legislazione secondo il sistema americano	17
3. La <i>State Common Law</i> e l' <i>insider trading</i>	24
4. La <i>SEC Rule 10b-5</i> e l' <i>insider trading</i>	27
4.1 Cosa costituisce <i>insider trading</i> secondo la regole federale	29
5. L'evoluzione dell'applicazione della <i>Rule 10b-5</i> all' <i>insider trading</i>	30
6. L' <i>insider trading</i> "mentre si è in possesso" delle informazioni e l' <i>insider trading</i> "basato sulle" informazioni	35
7. Chi sono <i>insider</i> , <i>tippee</i> e <i>misappropriator</i>	37
7.1 L' <i>insider</i>	40
7.2 Il <i>tippee</i>	42
7.2.1 La <i>disclosure</i> in ambito familiare	45
7.3 <i>The misappropriator</i>	48
7.3.1 La responsabilità penale per " <i>misappropriation</i> "	52
8. L' <i>insider trading and Securities Fraud Enforcement Act</i> del 1988	53
9. La <i>misrepresentation</i> o <i>omission</i>	55
9.1 <i>Misrepresentation</i> senza negoziazione	57

9.2 Dichiarazioni rese tenendo nascosta la propria posizione azionaria	60
9.3 L'omissione da parte di un <i>non-trader</i>	61
10. La regola dello “ <i>short swing</i> ” e la <i>Section 16(b)</i>	62
10.1 L' <i>insider</i> secondo la <i>Section 16(b)</i>	64
10.2 Il calcolo della somma da restituire alla società	68
11. La <i>Efficient Capital Market Hypothesis</i>	69
12. L' <i>insider trading</i> non è negativo per il mercato, anzi può avere effetti benefici asullo stesso	71

## **Capitolo II**

### **L'esperienza italiana alla luce della Direttiva Europea**

1. L'evoluzione normativa dell' <i>insider trading</i> e della fattispecie di aggio (oggi manipolazione del mercato)	76
2. L'abuso di informazioni privilegiate	79
2.1 Esempi di condotte abusive sanzionate ai sensi dell'art. 187-bis tuf	88
3. La manipolazione del mercato	91
3.1 Esempi di condotte manipolative sanzionate dalle autorità	105
4. L'informazione privilegiata	108
5. Gli strumenti finanziari	128

## **Capitolo III**

### **La responsabilità dell'insider e il soggetto attivo dell'azione civile: due sistemi a confronto**

## **Sez. I Il danno e i rimedi civilistici nel sistema USA**

1. I tipi di danno da <i>insider trading</i>	130
2. La <i>private action</i> : presupposti richiesti dalla <i>Rule 10(b)-5</i> . Il requisito del “ <i>purchaser or seller</i> ” in chi esercita l’azione	134
2.1 Il requisito legato all’informazione inesatta o all’omissione, che comprende la negoziazione sulla base di informazioni riservate	139
2.2 L’intento ingannevole, manipolativo o di frodare	141
2.3 Il nesso di causalità reale e l’affidamento	143
2.4 la <i>Proximate Cause</i> (La causa primaria)	146
3. La <i>Section 20A</i> e l’espesso diritto di esperire azione privata di danni	147
4. <i>Aiding &amp; Abetting</i> : il favoreggiamento	149
5. La <i>class action</i>	151

## **Sezione II La responsabilità civile nel sistema italiano: un problema aperto**

1. La responsabilità civile per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato	154
2. L’organo di vigilanza: la Consob	161
3. La Consob: da ente risarcito a ente che deve risarcire	169

Conclusioni	174
-------------	-----

Bibliografia



## Introduzione

“L’*insider trading*<sup>1</sup> è un attacco al mercato [...] è un virus nella nostra cultura degli affari che deve essere sradicato”: così ha definito la condotta di *insider trading* il giudice Holwell che ha emesso la sentenza di condanna nei confronti del CFO del Galleon Group, Raj Rajaratman.

Come il giudice Holwell, così altri ritengono che l’*insider trading* “*may reduce market liquidity, cause a widening of spreads, and increase market volatility and also reduce the returns to outsiders since they are trading against better – informed insiders*”<sup>2</sup>. D’altra parte, però, è stato anche sostenuto che “*it is equally possible that insider trading may facilitate price discovery, leading to more informative security prices*”<sup>3</sup> and, consequently, *reduce the risks of investing in securities for outsiders*<sup>4</sup>”.

L’espressione *insider trading*, vista la diffusione del fenomeno, è oggi particolarmente utilizzata, la si legge in tutti i

---

<sup>1</sup> Da Portale Treccani, on line: *Insider trading* è parola oramai corrente anche nei dizionari della lingua italiana. Troviamo scritta la locuzione, per la prima volta, verso la metà degli anni Ottanta del secolo scorso, più precisamente in un articolo di Marco Panara comparso sul quotidiano «La Repubblica» il 5 giugno 1985. Spesso la locuzione presa in prestito dall’inglese viene accostata all’italianissimo sostantivo «soffiata» che, però, non ha avuto minimamente modo di ricavarci spazio, in questo significato tecnico, a danno della locuzione inglese. A dire il vero, soffiata non sembra nemmeno coprire bene l’ampiezza semantica dispiegata da *insider trading*, che include sia l’idea della soffiata da parte di un “*insider-interno*” a beneficio di un *esterno* (nel caso dell’ex Governatore della Banca d’Italia Antonio Fazio si è parlato di Fazio *insider* a favore di Fiorani, secondo l’ipotesi dei magistrati), sia l’idea - se vogliamo esprimerci sempre in lessico colloquiale - della spiata fatta dall’*interno*” a proprio vantaggio, sia infine l’idea del conseguente comportamento, ritenuto illegale da tanta giurisprudenza e sanzionato da molte leggi e normative nazionali e sovranazionali, dell’affarone procacciato ad altri o a sé stessi utilizzando le informazioni privilegiate di cui si è in possesso.

<sup>2</sup> Così LELAND, *Insider trading: Should it be prohibited?*, in *Journal of political Economy*, 1992, 100(4):859 – 87; DU – WAI, *Does insider trading raise market volatility?*, in *Economic Journal*, 2004, 114:916 – 42; CHENG – FIRTH – LEUNG – RUI, *The effects of insider trading on liquidity*, in *Pacific Basin Finance Journal*, 2006, 14:467 - 83

<sup>3</sup> CORNELL – SIRRI, *The reaction of investors and stock prices to insider trading*, *Journal of Finance*, 1992, 47(3):1031 – 59; MEULBROEK, *An empirical analysis of illegal insider trading*, *Journal of Finance*, 1992, 47(5):1661 – 99; BHATTACHARYA – NICODANO, *Insider trading, investment, and liquidity: A welfare analysis*, *Journal of Finance*, 2001, 56(3):1141 - 56

<sup>4</sup> LELAND, cit., 1992

giornali, tutti gli autori ne scrivono, i registi ne fanno pellicole da cinema. Quella del CFO del Galleon Group è solo uno degli ultimi casi di *insider trading* che ha interessato il popolo americano.

Non è certo la prima volta che si parla di *insider*. Gli Stati Uniti conoscono profondamente tale tipo di condotta, tanto da avvertire la necessità di reprimerla già nel 1934 con il Securities Exchange Act (*Rule 10-b*). E sulla scorta dell'esperienza americana, anche il legislatore italiano, certo in ritardo sulla tabella di marcia, ha sentito l'esigenza di reprimere il fenomeno. Il reato di abuso di informazioni privilegiate, infatti, costituisce, o può costituire, lo strumento attraverso il quale manipolare il mercato, impedendo che lo stesso si autodetermini e che le negoziazioni di titoli avvengano in regime di trasparenza e senza danno per gli investitori<sup>5</sup>. E se, negli Stati Uniti è più chiaro questo rapporto tra abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, nel senso di reprimere l'uno come conseguenza dell'altro, in Italia, invece, i due fenomeni assumono connotazioni decisamente differenti, come se fossero due facce della stessa medaglia, l'abuso di mercato, represso in modo differente e connotate da caratteristiche altrettanto diverse.

In Italia l'*insider trading* è previsto e disciplinato come reato societario, sanzionato sotto un duplice profilo: penale e amministrativo. L'Italia, nel panorama internazionale, rappresenta un'eccezione nella repressione del fenomeno, nel senso di dare, rispetto alla Direttiva Europea, alla condotta disciplina principalmente penalistica e amministrativa, senza prevedere altrettanti rimedi di diritto civile a protezione degli investitori. Questo perché l'Italia ha cercato di uniformarsi il

---

<sup>5</sup>Sebbene oggi tale tipo di condotta sia condannata dalla maggior parte, c'è chi ha ritenuto che la condotta incriminata possa giovare alle dinamiche del mercato: per tutti MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, New York, Free Press, 1966.

più possibile al dettato europeo, che, nel 2003, per fermare il fenomeno, ha scelto la disciplina penale perché ritenuta un miglior deterrente alla commissione di tali condotte. La, tentata, armonizzazione comunitaria, però, presenta ancora una serie di problemi soprattutto per ciò che concerne il diritto penale<sup>6</sup>.

La condotta appena descritta non è l'unica che negli ultimi anni ha destato la preoccupazione di chi opera e vigila sui mercati finanziari. Accanto a coloro che abusano di informazioni privilegiate, infatti, vi sono anche coloro che manipolano il mercato, ponendo in essere comportamenti che, come nel primo caso, hanno l'effetto di alterare sensibilmente il corso dei prezzi dei titoli sul mercato dei capitali. La manipolazione del mercato, però, si presenta caratterizzata da un comportamento opposto rispetto a quello posto in essere attraverso l'abuso. Il rapporto tra questi due reati, in passato, veniva descritto attraverso la metafora del cavallo: mentre l'*insider trading* rappresentava la soffiata sul cavallo vincente, l'agiotaggio su strumenti finanziari equivaleva ad una corsa truccata<sup>7</sup>.

Il Testo unico in materia finanziaria (tuf) disciplina, oggi, il reato di abuso di informazioni privilegiate affiancandovi la condotta di manipolazione del mercato e non prende in considerazione, come accennato, rimedi di carattere civilistico, non considerando che gli abusi di mercato hanno non solo rilevanza penale, bensì anche rilevanza civile<sup>8</sup>. Un esempio è

---

<sup>6</sup> MAGRO, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, 2012, p. 144 ss.: “La (a volte disordinata e convulsa sovrapposizione) di frammenti normativi di fonte comunitaria dotati di efficacia diretta nel nostro ordinamento tratteggia un volto “aperto” della norma penale, in cui il tendenziale scollamento tra precetto e sanzione, ovvero la scomposizione del nucleo precettivo della fattispecie in fonti diverse, ha un chiaro riverbero, oltre che sotto il profilo della legalità e offensività, anche sotto l'interpretazione del diritto interno, da leggersi costantemente alla luce di tale complesso quadro normativo”.

<sup>7</sup> MUSCO, *I nuovi reati societari*, Giuffrè, 2007, p.276

<sup>8</sup> Basti pensare che negli USA la legislazione che punisce gli *insiders* si concentra sui rimedi civilistici per contrastare il fenomeno. La disciplina penale è solo qualcosa in più che il sistema ha a disposizione

proprio il sistema statunitense, il quale prevede una tutela civilistica contro la condotta sanzionata, attraverso l'azione civile, così come avviene nel sistema anglosassone, che lascia ampi poteri alle Corti di emettere atti ingiuntivi nei confronti di colui il quale abbia abusato di informazioni privilegiate in virtù della posizione ricoperta<sup>9</sup>. I sistemi di common law non sono gli unici che forniscono l'esempio di una rilevanza non solo penale dell'*insider trading*. La Francia, per esempio, prevede una serie di rimedi di tipo amministrativo, come la possibilità per l'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) di impedire all'*insider* di svolgere la professione precedentemente svolta o di irrogare allo stesso una sanzione pecuniaria.

L'Europa ha sentito l'esigenza di emanare, nel 2003, una nuova direttiva comunitaria con lo scopo di uniformare nell'Eurozona la disciplina e la repressione del fenomeno, introducendo la nozione di abuso di mercato<sup>10</sup>. La MAD è stata recepita in Italia con la legge comunitaria 2004 (n. 62/2005) che ha anche:

1. introdotto un ventaglio di misure preventive centrate su obblighi di natura informativa;
2. attribuito una serie di nuovi e più incisivi poteri alla Consob;

---

per reprimere il fenomeno. Tutta la legislazione della SEC, però, si concentra sulle azioni di carattere civile.

<sup>9</sup> Negli USA, secondo la maggiore dottrina, l'imposizione di una disciplina penalistica ha una dimensione più morale che repressiva: "One of the key justifications for this response to insider trading is that it is "un fair" or even "immoral" for Securities to be traded (in public market) when one party has private information which, if it were publicly available, would or would be reasonably expected to affect the price of the securities and other parties in the market are ignorant of that information. Thus, insider trading, if unchecked, would lead to an erosion of confidence in the market and the exit of investors from the market with adverse consequences for the cost of capital"(ALI – GREGORIOU, *Insider trading. Global Developments and Analysis*, CRC Press, 2009).

<sup>10</sup>La prima direttiva comunitaria sull'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato è la 89/592/CE

3. affiancato al preesistente regime sanzionatorio penale un parallelo regime di tipo amministrativo (c.d. sistema a doppio binario).

In Italia i numeri mostrano che nei sei anni precedenti al recepimento della direttiva (2000 – 2005) l'autorità giudiziaria, a fronte di ottantasei casi individuati dalla Consob, aveva condannato complessivamente sette persone (e aveva emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre sei).

Nei sei anni successivi (2006 – 2011), a fronte di cinquantacinque casi individuati, la Consob ha comminato sanzioni amministrative nei confronti di settantacinque soggetti (nello stesso periodo l'autorità giudiziaria ha condannato nove persone ed ha emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre tredici). L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate e dei provvedimenti di confisca adottati dalla Consob è stato pari, rispettivamente, a € 53mln e € 69mln.

Nel giugno del 2011 è stato, poi, presentato un regolamento che avrebbe lo scopo di integrare la direttiva del 2003 a seguito dei nuovi casi di *insider trading* e manipolazione che hanno interessato i Paesi dell'Unione: dall'Inghilterra all'Italia<sup>11</sup>. Il

---

<sup>11</sup>Si legge in un comunicato stampa della Commissione Europea: “La proposta di direttiva definisce i due reati - l'abuso d'informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato – che gli Stati membri dovranno considerare reati penali se commessi intenzionalmente. In linea con il campo d'applicazione della proposta di regolamento sugli abusi di mercato, certi tipi di operazioni sono esclusi: i programmi di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione, la politica monetaria e le attività di gestione del debito nonché le attività concernenti le quote di emissioni nel perseguimento della politica climatica.

La proposta impone anche agli Stati membri di introdurre il reato di istigazione, favoreggiamento, concorso e tentativo di commettere queste forme di abuso di mercato. La responsabilità, penale o meno, va estesa anche alle persone giuridiche.

Gli Stati membri dovranno provvedere affinché le sanzioni penali comminate siano effettive, proporzionate e dissuasive. La proposta contiene una clausola di revisione che impone alla Commissione di riferire al Parlamento e al Consiglio in merito all'applicazione della direttiva entro quattro anni dalla sua entrata in vigore e, nel caso, sulla necessità di una revisione, in particolare per quanto riguarda l'opportunità di introdurre norme minime comuni sui tipi e livelli di sanzioni penali. Se occorre, la relazione è corredata di proposte.

Questa è la prima proposta legislativa basata sul nuovo articolo 83, paragrafo 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea, che prevede l'adozione di norme minime comuni di diritto penale se ciò si riveli indispensabile per garantire l'effettiva attuazione di una politica dell'UE armonizzata. I

proposito della Commissione è quello di rendere più efficaci le sanzioni penali e amministrative. *Viviane Reding*, commissario UE per la Giustizia ha affermato: “In questi tempi di crisi è indispensabile che i cittadini riacquistino fiducia nei nostri mercati. Per questo motivo, a completamento di un’effettiva vigilanza dei mercati, la Commissione propone oggi di potenziare l’esecuzione delle norme dell’UE contro l’abuso d’informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato ricorrendo al diritto penale. Non c’è posto per comportamenti criminali nei mercati finanziari europei”. E a sostegno, nel comunicato stampa della Commissione Europea IP-11-1218\_IT si legge che *Michel Barnier*, commissario per il Mercato interno e i servizi, ha dichiarato “Oggi le sanzioni previste per gli abusi di mercato sono troppo diverse tra loro e mancano quindi del necessario effetto *deterrente*. Imponendo sanzioni penali per gravi reati di abuso di mercato in tutta l’UE lanciamo un messaggio univoco contro potenziali responsabili: chi abusa di informazioni privilegiate e manipola il mercato rischia il carcere e l’iscrizione nel casellario giudiziale. Tali proposte *aumenteranno* l’integrità dei mercati, promuoveranno la fiducia degli investitori e la parità di condizioni nel mercato *interno*”. La nuova proposta della Commissione Europea conferma nella sostanza le principali scelte istituzionali e regolamentari adottate nel 2003 con la *Market Abuse Directive* (MAD); anzi le rafforza, prevedendo la sostituzione della

---

regimi sanzionatori attualmente in vigore negli Stati membri per quanto riguarda i reati di abuso di mercato si sono rivelati non sufficientemente efficaci, in quanto non sempre vengono usate le stesse definizioni e le forti divergenze consentono ai trasgressori di approfittare delle lacune giuridiche.

La proposta di oggi segue l’approccio indicato nella comunicazione della Commissione “Verso una politica penale dell’Unione europea - garantire l’effettiva attuazione delle politiche dell’Unione attraverso il diritto penale” del 20 settembre 2011 (cfr. [IP/11/1049](#)), che conteneva una valutazione, sulla base di dati di fatto incontrovertibili, dei regimi nazionali vigenti e del valore aggiunto delle norme minime comuni di diritto penale a livello dell’UE, tenendo conto dei principi di necessità, proporzionalità e sussidiarietà.

La proposta di oggi rientra inoltre nel seguito da dare alla comunicazione della Commissione “Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari” dell’8 dicembre 2010 (cfr. [IP/10/1678](#)), che prevede l’introduzione di sanzioni penali per le violazioni più gravi della normativa sui servizi finanziari, se e quando ciò risulti indispensabile per garantirne l’attuazione efficace”, IP - 11 - 1218\_IT, su [europa.eu/index\\_it.htm](http://europa.eu/index_it.htm)

MAD con un Regolamento (MAR) immediatamente applicabile negli Stati membri. La Commissione Europea ha anche proposto una nuova Direttiva (MAD2), che, ferma la previsione di sanzioni amministrative per tutte le fattispecie di abuso, renderebbe obbligatoria – e non più facoltativa – l'introduzione di sanzioni penali per alcune fattispecie. La nuova iniziativa risponde alla dichiarata esigenza di:

- tener conto degli sviluppi dei mercati che vedono affiancarsi, con importanza crescente, ai mercati tradizionali una serie di piattaforme di scambio;
- semplificare gli obblighi per le piccole e medie imprese;
- far convergere i diversi sistemi sanzionatori nazionali, tra i quali si registrano ancora rilevanti differenze.

In particolare le questioni maggiormente rilevanti su cui insiste la MAR riguardano:

1. la nozione di informazione privilegiata;
2. gli obblighi informativi per gli emittenti, anche nel caso di informazioni di rilievo sistemico;
3. l'abrogazione delle prassi di mercato ammesse e dei motivi legittimi;
4. l'estensione dell'ambito di applicazione della manipolazione ai mercati delle merci;
5. le azioni a favore delle piccole e medie imprese;

6. la pubblicazione delle operazioni da parte di manager e di soggetti che controllano l'emittente (*internal dealing*);

7. gli esempi di manipolazione tramite *high frequency trading*;

8. la segnalazione di violazioni (*whistleblowers*);

9. l'ammontare delle sanzioni pecuniarie;

10. la pubblicazione della sanzione.

La MAD2, invece, si fonda sull'art. 83 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea<sup>12</sup> e tende ad armonizzare i regimi penali, ferma la facoltà dei sistemi nazionali di prevedere un livello di tutela più ampio.

---

<sup>12</sup> Art. 83 TFUE: "1. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, possono stabilire norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni in sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale derivante dal carattere o dalle implicazioni di tali reati o da una particolare necessità di combatterli su basi comuni. Dette sfere di criminalità sono le seguenti: *terrorismo*, tratta degli esseri umani e sfruttamento sessuale delle donne e dei minori, traffico illecito di stupefacenti, traffico illecito di armi, riciclaggio di denaro, corruzione, contraffazione di mezzi di pagamento, criminalità informatica e criminalità organizzata. In funzione dell'evoluzione della criminalità, il Consiglio può adottare una decisione che individua altre sfere di criminalità che rispondono ai criteri di cui al presente paragrafo. Esso delibera all'unanimità previa approvazione del Parlamento europeo.

2. Allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive. Tali direttive sono adottate secondo la stessa procedura legislativa ordinaria o speciale utilizzata per l'adozione delle misure di armonizzazione in questione, fatto salvo l'articolo 76.

3. Qualora un membro del Consiglio ritenga che un progetto di direttiva di cui al paragrafo 1 o 2 incida su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale, può chiedere che il Consiglio europeo sia investito della questione. In tal caso la procedura legislativa ordinaria è sospesa. Previa discussione e in caso di consenso, il Consiglio europeo, entro quattro mesi da tale sospensione, rinvia il progetto al Consiglio, ponendo fine alla sospensione della procedura legislativa ordinaria. Entro il medesimo termine, in caso di disaccordo, e se almeno nove Stati membri desiderano instaurare una cooperazione rafforzata sulla base del progetto di direttiva in questione, essi ne informano il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione. In tal caso l'autorizzazione a procedere alla cooperazione rafforzata di cui all'articolo 20, paragrafo 2 del trattato sull'Unione europea e all'articolo 329, paragrafo 1 del presente trattato si considera concessa e si applicano le disposizioni sulla cooperazione rafforzata".

La valutazione della Consob sul testo proposto dalla Commissione Europea è, nel complesso, favorevole sia perché l'impianto è coerente con quello attualmente in vigore sia perché le finalità della revisione sono condivisibili<sup>13</sup>.

In un mondo come quello odierno, dove la globalizzazione e i mercati "la fanno da padrone", non reprimere la condotta di chi cerca di manipolare il mercato e abusarne, impedendo allo stesso di autoregolarsi o di essere regolato dalla legge, è quanto meno irresponsabile. Il mondo finanziario ha bisogno di certezze, gli investitori ne hanno bisogno. È innegabile, infatti, che i criminali aziendali, come sono stati definiti i colpevoli di *insider trading*, e degli abusi di mercato in genere, siano percepiti come una minaccia dalla società<sup>14</sup>.

Per comprendere, però, come reprimere il fenomeno, è necessario comprenderne il funzionamento, i protagonisti, la condotta interessata e l'oggetto. Solo avendo chiari i singoli elementi costitutivi della condotta incriminata è, forse, possibile giungere ad un metodo di repressione che sia efficace e che consenta al mercato di operare nel migliore dei modi. È necessario tracciare una linea di demarcazione tra il rischio consentito e il rischio anomalo, non giuridicamente consentito<sup>15</sup>. La tutela giuridica può soltanto mirare a contenere il fenomeno, cercando di imporre regole di comportamento atte a tracciare questa linea di demarcazione molto sottile, quasi come un complesso di regole etiche rivolte

---

<sup>13</sup> Da Intervento del segretario generale Consob, dott. Salini, del 18 giugno 2012, in [www.Consob.it](http://www.Consob.it)

<sup>14</sup> L'impiego del risparmio nei mercati finanziari è, infatti, operazione ad alto rischio. "Il contesto di riferimento è quello tipico della (post-) modernità, in cui al paradigma dell'uomo razionale si sostituisce quello dell' *homo ludens* che affronta il rischio con eccitazione" (SGUBBI, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Lezioni, CEDAM, 2008, p. 29; richiama HUIZINGA, *Homo ludens: A Study of the Play Element in Culture*, Boston, 1950; FERRARESE, *Il diritto al presente: globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Bologna 2002, p. 41).

<sup>15</sup> Trib. Milano 14 febbraio 2004, con riferimento al danno da *insider trading*, ha parlato di "assoggettamento ad un maggior margine di rischio", in *Le Società*, 2005, p. 110

a tutti gli operatori del mercato. Il bene tutelato è, dunque, il corretto funzionamento del mercato<sup>16</sup>, l'integrità del mercato<sup>17</sup>.

Si deve, però, dare atto che non sempre è facile stabilire quando una condotta è lesiva per il mercato. Si tratta di fenomeni che sono spesso invisibili, un cancro asintomatico, di cui è difficile stabilire le cause e anche i rimedi, di cui è difficile la prova. Spesso la condotta di chi abusa di informazioni privilegiate o manipola il mercato richiama il profondo e pieno principio dell'etica degli affari e non sempre punire la mancanza di etica o convincere un soggetto ad essere eticamente corretto è semplice. Né tantomeno è semplice trovare una soluzione al problema. Anzi, oggi, si ha la chiara impressione che ci si stia rassegnando al fenomeno, come se fosse inevitabile impedire ad un essere umano di arricchirsi a danno degli altri. Durante il mio periodo di studio negli Stati Uniti, parlando con un consulente della SEC mi è stato proprio detto: "è naturale...le persone vogliono arricchirsi e se possono si arricchiscono. Non è tanto un problema etico, è la natura umana e questo prescinde dall'etica. Dobbiamo prenderne atto e cercare di impedire a questi soggetti di perpetrare nella condotta".

Forse, dunque, l'etica non c'entra nulla. Non è più un problema etico, non si tratta di redarguire i gentiluomini che

---

<sup>16</sup> Così SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA.VV., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 622, il quale precisa: "Se il corretto funzionamento di esso (il mercato) postula infatti che il prezzo degli strumenti finanziari negoziati sia quello "giusto" in quanto risultante da una piena interazione tra momento informativo e momento valutativo, chi opera sulla base di conoscenze privilegiate si avvale di una posizione di vantaggio che dimostra l'erroneità delle aspettative maturate sulla base delle informazioni disponibili, così rilevando ai risparmiatori la carenza di sufficienti garanzie e la rischiosità dei loro investimenti; ciò che a sua volta vale ad orientarli verso diverse forme di allocazione del denaro e a pregiudicare la liquidità dei mercati".

<sup>17</sup> Il considerando (2) direttiva 2003/6/CE recita, infatti, "un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati. (...)".

concludono affari, che muovono denaro, che consentono all'economia di svilupparsi.

Il problema è molto più ampio, l'abuso di mercato è diventato la nuova piaga della società, il nuovo mostro da combattere, la nuova condotta da punire per evitare che sia strumento di manipolazione e mezzo di squilibrio tra speculazione ed efficienza del mercato. “Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tutelino l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia nel pubblico dei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati”<sup>18</sup>.

Manipolazione di mercato e *insider trading*, condannati e puniti, non solo dalla legge, ma anche dalla società, sono due facce della stessa medaglia: lo stesso deplorabile comportamento, posto in essere per trarre profitto dalla divulgazione di notizie false ovvero di informazioni che dovrebbero restare riservate; informazioni che se divulgate avrebbero un effetto dirompente sul prezzo dei titoli negoziati e influenzerebbero il comportamento dei singoli operatori. È per questo, infatti, che si parla di informazioni privilegiate o price sensitive.

Oggetto della normativa anti – *insider* deve, allora, essere la repressione dell'abuso di una situazione di superiorità informativa, conseguita attraverso il collegamento privilegiato con la società emittente<sup>19</sup>. Non solo. Si deve anche evitare che la semplice condotta di chi diffonde notizie false o si serve di

---

<sup>18</sup> Considerando (2) Direttiva 2003/6/CE.

<sup>19</sup> Per tutti BARTALENA, *Insider trading*, in Tratt. Soc. per az., diretto da Colombo – Portale, 10, p. 217 ss.

artifici mini la fiducia degli investitori allo scopo di trarne un vantaggio personale o a favore di *terzi*.

Recependo la direttiva comunitaria del 2003, il tuf ha affinato la disciplina dei due comportamenti abusivi, cercando di *riflettere* la volontà del legislatore comunitario che ha inteso adottare la linea dura per scoraggiare tali comportamenti e imponendo un'armonizzazione comunitaria nei fatti non troppo riuscita. Il legislatore italiano, infatti, si è spesso limitato a riprodurre gli articoli della direttiva, senza sfruttare quel margine di *potere* che l'Unione ha concesso ai singoli Stati membri di *intervenire* per migliorare alcuni aspetti delle disposizioni in oggetto, adattandole alle singole legislazioni.

Peraltro dopo le recenti vicende, che hanno *interessato* l'Italia, ma anche altri paesi come gli Stati Uniti, dove sembra essere scoppiata una vera e propria epidemia, la stessa Unione Europea ha in cantiere, come già accennato, una nuova direttiva sulla manipolazione del mercato e l'*insider trading*, atta a inasprire le sanzioni penali a carico di chi pone in essere tali comportamenti e crea sfiducia da parte degli investitori nei confronti del mercato.

## **Capitolo I**

### **Gli abusi di mercato nel sistema statunitense**

## **1. Una visione di insieme della condotta di *insider trading* nel sistema statunitense**

Per facilitare la comparazione e la lettura dello studio sull'*insider trading* nella legislazione americana, è bene dare una visione d'insieme del fenomeno che tenga conto dei risultati ottenuti attraverso la legislazione federale, le disposizioni attuative emanate dalla SEC e delle pronunce giurisprudenziali che, come sappiamo, costituiscono la gran parte delle regole in un sistema di *common law*.

In materia di *insider trading*, gli Stati Uniti vantano un regole che potrebbero, in questa materia, essere definite tradizionali, se si pensa che tutti gli altri sistemi, compreso, e soprattutto, quello europeo, si sono ispirati ad esso per emanare le regole che oggi hanno lo scopo di punire tale condotta.

Se mi chiedessero di scrivere una disposizione sull'abuso di informazioni privilegiate che tenga conto dell'intero sistema americano, certamente scriverei: "È illegale per chiunque porre in essere condotte manipolative o ingannatorie in contrasto con le regole poste in essere dalla SEC al fine di proteggere gli investitori. In particolare, è illegale: a) negoziare, sul mercato, azioni sfruttando informazioni privilegiate, non ancora rese pubbliche, che si riferiscono agli strumenti negoziati o all'emittente quegli strumenti finanziari; b) porre in essere una falsa rappresentazione della realtà, che induce taluno a negoziare su strumenti finanziari, anche prescindendo dalla negoziazione da parte della fonte della falsa dichiarazione; c) diffondere notizie riservate su strumenti finanziari o sull'emittente strumenti finanziari ad altri, per il proprio o altrui vantaggio (cd. *tipping*); d) appropriarsi di una notizia riservata in rottura di una promessa o di una notizia

confidenziale e utilizzarla a proprio vantaggio. Per “chiunque” non s’intende qualunque soggetto, bensì soltanto colui il quale ha una qualche relazione fiduciaria con l’emittente strumenti finanziari (nel caso *Chiarella* la Corte Suprema ha definito precisamente l’*insider*); colui il quale riceve l’informazione dal soggetto sopra menzionato, consapevole di aver ricevuto un’informazione privilegiata, così procurando un beneficio alla fonte dell’informazione ovvero a se stesso (il *tippee*, così come chiarito dalla giurisprudenza americana nel caso *Dirks*); colui il quale riceve la notizia da un soggetto che, a sua volta, aveva promesso che le informazioni sarebbero rimaste confidenziali (il riferimento è al *misappropriator*, con le precisazioni di cui alla causa *U.S. v. O’hagan*)”.

Il panorama generale è abbastanza chiaro e l’interpretazione giurisprudenziale si muove entro i parametri stabiliti dalla legge statutaria. Interpretazione giurisprudenziale favorita anche dal fatto che questa legislazione si presenta scarna di definizioni, così da consentire ai giudici di creare il precedente e interpretare al meglio le disposizioni di legge.

Dall’impianto normativo e giurisprudenziale illustrato, possiamo notare che la prima differenza con il sistema europeo è la mancanza, negli Stati Uniti, di una disposizione simile a quella sulla manipolazione del mercato. Di *market manipulation*, secondo la traduzione letterale, si parla in termini vaghi, nel senso che anche l’*insider trading* è concepito come manipolazione e ciò che è colpito non è la mera diffusione della notizia falsa che ha l’effetto di manipolare il prezzo delle azioni sul mercato, bensì la

diffusione della notizia falsa accompagnata dalla negoziazione di strumenti finanziari cui quella notizia è riferita<sup>20</sup>.

Mentre, dunque, secondo la normativa europea, un soggetto, *insider*, può essere considerato colpevole di aver manipolato il mercato prescindendo dalla negoziazione, senza, cioè, che vi sia un *interesse* sotteso alla manipolazione medesima, questo è escluso nel sistema statunitense, ove anche alla base della manipolazione vi deve essere non solo l'aver trattato la notizia falsa come informazione privilegiata, ma anche un *interesse* personale alla negoziazione.

Sebbene, infatti, di *market manipulation* si parli separatamente nella *Section 9(a)* SEA '34, essa ha la medesima portata della *Rule 10b(5)*. Anche la giurisprudenza, come vedremo in seguito, non distingue sul piano di fatto tra *insider trading* in senso stretto e *market manipulation*. Lo scopo che si vuole raggiungere è il medesimo; ciò che cambia è il mezzo con il quale s'intende raggiungere quello scopo.

Dagli studi condotti negli Stati Uniti è emersa la rilevanza delle pronunce giurisprudenziali sulla base delle quali è stata estrapolata la disciplina degli abusi di mercato, partendo, però, dalla legislazione federale che funge da traccia per la soluzione dei casi giurisprudenziali.

L'intento, in questo capitolo, è quello di consentire al lettore di avere un quadro generale della disciplina, al fine di facilitare la comparazione con il sistema europeo, evidenziando punti critici e cercando di riordinare la *materia*, già di per se' piuttosto articolata.

---

<sup>20</sup> Se si cerca il corrispondente americano del reato di aggiotaggio, si nota come la traduzione della parola sia *agiotage*, ma la definizione e la descrizione dello stesso ha degli elementi di differenza rispetto all'aggiotaggio come concepito nel sistema italiano.

## 2. Le origini della legislazione secondo il sistema americano

Per ripristinare la fiducia degli investitori subito dopo la crisi del '29, il Congresso nel 1933 ha emanato il *Securities Act*<sup>21</sup>, con il quale sono stati introdotti una serie di obblighi relativi alle procedure di *disclosure* delle informazioni nei confronti degli investitori. L'anno dopo è emanato il *Securities Exchange Act*<sup>22</sup>, che, tra i molteplici obiettivi, aveva anche quello di prevenire gli abusi di mercato<sup>23</sup>. A tal fine, nel testo

---

<sup>21</sup> Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codificato come emendamento nel 15 U.S.C. §§ 77a-77aa (2006))

<sup>22</sup> Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881 (codificato come emendamento nel 15 U.S.C. §§ 78a-78oo).

<sup>23</sup> La *Section 2* enuncia a quali necessità risponde la disciplina contenuta nel Titolo I: “*For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are effected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, to remove impediments to and perfect the mechanisms of a national market system for securities and a national system for the clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds related thereto, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions:*

*(1) Such transactions (a) are carried on in large volume by the public generally and in large part originate outside the States in which the exchanges and over-the-counter markets are located and/ or are effected by means of the mails and instrumentalities of interstate commerce; (b) constitute an important part of the current of interstate commerce; (c) involve in large part the securities of issuers engaged in interstate commerce; (d) involve the use of credit, directly affect the financing of trade, industry, and transportation in interstate commerce, and directly affect and influence the volume of interstate commerce; and affect the national credit.*

*(2) The prices established and offered in such transactions are generally disseminated and quoted throughout the United States and foreign countries and constitute a basis for determining and establishing the prices at which securities are bought and sold, the amount of certain taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and the value of collateral for bank loans.*

*(3) Frequently the prices of securities on such exchanges and markets are susceptible to manipulation and control, and the dissemination of such prices gives rise to excessive speculation, resulting in sudden and unreasonable fluctuations in the prices of securities which (a) cause alternately unreasonable expansion and unreasonable contraction of the volume of credit available for trade, transportation, and industry in interstate commerce, (b) hinder the proper appraisal of the value of securities and thus prevent a fair calculation of taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and (c) prevent the fair valuation of collateral for bank loans and/or obstruct the effective operation of the national banking system and Federal Reserve System.*

*(4) National emergencies, which produce widespread unemployment and the dislocation of trade, transportation, and industry, and which burden interstate commerce and adversely affect the general*

di legge sono state introdotte norme volte a prevenire la manipolazione del mercato, da un lato, e norme volte a prevenire la frode, attuata attraverso la *disclosure* di informazioni false e la *nondisclosure*, dall'altro: “*Rules promulgated under subSection (b) that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not Rules imposing or specifying re- porting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subSection (b) and Rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or in- sider trading, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under Section 17(a) of the Securities Act of 1933 and Sections 9, 15, 16, 20, and 21A of this title, and judicial precedents decided under applicable Rules promulgated under such Sections, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities*”<sup>24</sup>. Mentre, infatti, la condotta di *insider trading* rientra più strettamente nella frode, così come la cd. *misrepresentation* o le cd. *omissions*, la manipolazione del mercato in senso stretto ha una accezione differente rispetto a quella prevista e disciplinata dal sistema italiano. Nella pratica, infatti, la distinzione tra manipolazione e *misrepresentation* e, dunque, *insider trading*, è assolutamente irrilevante: neanche le Corti distinguono le due condotte. All'attore è, infatti, richiesta la medesima prova nell'azione contro il colpevole. La distinzione, dunque, sarebbe soltanto sulla carta, ma non nei fatti.

---

*welfare, are precipitated, intensified, and prolonged by manipulation and sudden and unreasonable fluctuations of security prices and by excessive speculation on such exchanges and markets, and to meet such emergencies the Federal Government is put to such great expense as to burden the national credit”.*

<sup>24</sup> Così si legge nella parte generale della *Section 10 SEA '34*.

Nel sistema statunitense non esiste una disposizione federale di carattere generale che proibisca la pratica dell'*insider trading*, ma soltanto la possibilità di perseguire questo tipo di transazione, la quale deriva dall'interpretazione che è stata data dalla Corte Suprema alla "Section 10(b)" del *Securities Exchange Act* del 1934 e alla *Rule 10b-5* della SEC, recante appunto norme in materia di frode relativa alla compravendita di valori mobiliari. La SEC ha introdotto nuove regole per affrontare specifiche questioni: la divulgazione selettiva da parte degli emittenti di informazioni non pubbliche; la responsabilità per *insider trading* in relazione all'uso o al possesso di conoscenze da parte del *trader* di informazioni non pubbliche, quando la violazione di un familiare o di una relazione non commerciale può dare luogo a responsabilità. Le norme sono volte a promuovere la comunicazione completa e corretta delle informazioni da parte degli emittenti e a chiarire e rafforzare i divieti esistenti nei confronti degli *insiders*<sup>25</sup>.

La prima regola introdotta per reprimere condotte di *insider trading* è la *Section 16(b)* con riferimento allo *short swing* o *short selling trading* posto in essere da corporate *insiders* o azionisti con più del dieci per cento di azioni. Con il *Securities Exchange Act* 1934 è eliminata ogni possibile convenienza a effettuare operazioni di acquisto e vendita o di vendita e acquisto successivi, nell'arco di tempo di sei mesi, di titoli da parte di *directors, officers* e soci con più del dieci per cento di azioni. Tutti i profitti ottenuti in seguito alle operazioni anzidette, infatti, devono essere restituiti all'emittente, senza che sia necessario accertare se, nel porre in essere le stesse, vi sia stata o no disponibilità di informazioni riservate<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>26</sup> Soprattutto dal 2007, con l'aumentare delle operazioni di *M&A* si è avuto un incremento di casi di *insider*, come non se ne vedevano dagli anni '80 negli USA. In un discorso del 2007 Christopher Cox, il Presidente della SEC, ha identificato l'*insider trading* come uno dei maggiori rischi dai quali è affetto

Il focus del sistema è incentrato sulla condotta di abuso di informazioni privilegiate, mentre la condotta di chi diffonde false informazioni è trattata quasi soltanto a completare la disciplina, ma certamente non ne è il fulcro. La letteratura ha, alla stessa, dedicato meno interesse, anche forse per la diversa diffusione del fenomeno.

Diverse sono le leggi che puniscono la condotta di *insider trading*. Le leggi statali garantiscono una minima parte di protezione contro l'*insider trading*. Sulla base dei principi di *common law*, spesso le Corti non sono riuscite a condannare l'imputato per *insider trading*, soprattutto quando si è trattato di dimostrare che ha agito sulla base di informazioni riservate. Molto più estesa è, invece, la protezione offerta dalle leggi federali. La *Rule 10b-5*, promulgata dalla SEC nel 1943, punisce qualunque comportamento fraudolento o manipolativo che sia connesso con un acquisto o una vendita di azioni. Poiché la regola punisce la condotta di chi vende e compra 'qualunque' azione, la regola non limita la sua applicazione alle negoziazioni che avvengono su azioni quotate in borsa. Questo significa che i rimedi concessi dalla regola federale possono essere azionati anche quando la manipolazione sia posta in essere per negoziare azioni di una società a ristretta base azionaria. Questa è l'interpretazione data alla regola, che consente di proibire diverse forme di *insider trading*<sup>27</sup>. In

---

il mercato dei capitali statunitense: SEC 2007b. Questo ha portato la SEC a procedere giudizialmente contro diverse persone. Nel marzo 2007 la Commissione ha accusato quattordici persone, tra cui tre hedge funds, di aver illegalmente negoziato azioni sulla base di informazioni rubate a due banche di investimento (SEC 2007a); nel maggio 2007 ha accusato un banchiere di NY di avere illegalmente fornito informazioni riservate ad un complice in Pakistan, che ha acquistato opzioni call sulle azioni della TXU Corp. prima dell'acquisizione della TXU Corp. da parte della KKR e della Texas Pacific (SEC 2007c). Ancora nel maggio 2007, ha accusato Hong Kong di avere illegalmente negoziato azioni del Dow Jones prima dell'annuncio del *takeover* della New Corp. sul Dow Jones stesso (SEC 2007d).

<sup>27</sup> Secondo molti, la *Rule 10b-5* è la "regola dell'*insider trading*", anche se la sua formulazione punisce condotte che vanno anche oltre l'*insider trading* in senso stretto. "Roughly speaking, *insider trading* involves use of non public information by any person 'having a relationship (director, officer, attorney) giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a

materia di manipolazione del mercato, la previsione più importante è quella contenuta nella *Section 9(b)* del *Securities and Exchange Act '34*, come introdotta dalla SEC, che è in parte simile alla *Rule 10b-5*. Essa si distingue dalla cosiddetta *misrepresentation*, che è punita secondo la *Rule 10b-5* ed è considerata condotta connessa, ma in parte differente, all'*insider trading*, perché anch'essa rientrerebbe nelle condotte di "*fraud*" e "*deceit*".

La reazione ferma della *Federal Reserve* Americana agli scandali finanziari che hanno colpito il sistema economico del paese, il cui Presidente, all'epoca Alain Greenspan, ha ribadito la centralità del recupero della fiducia dei risparmiatori, ha portato all'adozione del *Sarbanes Oxley Act (2002)*, con il fine non solo di recuperare la fiducia dei risparmiatori delusi, ma anche di coinvolgere i soggetti che per vocazione o carica ricoperta dispongono di dati e notizie utili al mercato per determinare i prezzi dei titoli.

L'esigenza di dare un segnale di sicurezza determinò, infatti, l'intervento dello stesso Presidente George W. Bush, attraverso la presentazione di un piano di intervento articolato in dieci punti fondamentali. Questa proposta, nota come *Ten Point Plan*, si presentò come completa previsione di opportuni e innovativi meccanismi di protezione, per riportare il mercato a funzionare correttamente e in modo efficiente.

La proposta favorì la riflessione del Senato e l'attenzione dello stesso verso il fenomeno del *market abuse*. Venne subito approvato un provvedimento noto come *Sarbanes Oxley Act*, che si caratterizza per:

---

*corporate purpose and not for the personal benefit of anyone*": in PINTO-BRANSON, *Corporate Law*, LexisNexis, 2009, p. 404

- l'istituzione di un organismo unitario ed indipendente per il monitoraggio delle società di revisione contabile, con il compito di registrare le società di revisione che operano presso società quotate, di fissare modelli di revisione uniformi e con notevoli *poteri* ispettivi, istruttori e disciplinari;

- la previsione di nuove regole per garantire l'indipendenza dei revisori, introducendo l'obbligo di separare l'attività di revisione da quella di consulenza, con lo scopo di eliminare ogni possibile conflitto di *interesse*;

- la previsione dell'obbligo, per amministratori delegati e direttori finanziari, di certificare l'autenticità del bilancio, pena una sorta di responsabilità civile oggettiva del tutto nuova (mentre in precedenza la loro sottoscrizione aveva soltanto valore di presa d'atto della provenienza del bilancio, con la nuova versione proposta dal SOX saranno ritenuti penalmente responsabili per ogni errore od omissione riscontrati in bilanci, anche se per ipotesi non dovessero effettivamente conoscere tutti i fatti sociali rappresentati nelle documentazioni contabili);

- l'istituzione di comitati di audit *interni* composti da amministratori indipendenti, direttamente o indirettamente responsabili per la nomina, i compensi e la supervisione dell'attività dei revisori svolta presso l'emittente;

- l'obbligo di predisporre un'informazione completa e trasparente sulle operazioni di compravendita dei titoli poste in essere da parte degli *insider*. Le operazioni dovranno essere comunicate entro due giorni dall'avvenuta transazione, ed è previsto anche il divieto di questo tipo di operazioni in *determinati* periodi;

- con l'eccezione dei mutui fondiari e dei prestiti per il credito al consumo, è stato previsto l'inedito divieto di

concedere prestiti ad amministratori e *managers* da parte della società, sia in modo diretto sia in modo indiretto, attraverso controllate o collegate;

- l'inasprimento delle sanzioni civili, penali ed amministrative per gli illeciti perpetrati con grave nocumento degli interessi degli investitori e del mercato;

- il maggiore *potere* e le maggiori risorse riconosciuti alla SEC, per perseguire adeguati livelli di tutela degli investitori;

- l'introduzione di misure per prevenire i conflitti di *interesse* da parte degli analisti di borsa.

Il SOX si presenta, dunque, come fortemente garantista nei confronti del mercato.

Con l'introduzione di norme più incisive sulla *corporate liability*, il governo federale americano si è spinto fino ad incidere in maniera *determinante* sulla struttura organizzativa e sul funzionamento delle imprese.

Il SOX è applicabile non solo alle società americane quotate, ma anche a tutti quegli emittenti stranieri che hanno rapporti d'affari con tali società o che sono da queste controllate<sup>28</sup>.

Non tutte le condotte di *insider trading* sono considerate illegali secondo le leggi statali e federali. Questo è ciò che, per esempio, accade nel caso in cui qualcuno acquisti o venda azioni sulla base di *rumors*, ad es. sulla base di voci o notizie carpite durante una cena, esattamente come avviene secondo l'ordinamento italiano.

---

<sup>28</sup> PETRULLI - RUBINO, *L'informazione privilegiata e gli abusi di mercato*, Matelica (MC), Halley Ed., 2007, p. 16 ss.

Le ragioni storiche che hanno portato all'emanazione di regola per reprimere duramente le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato sono basate sul concetto di scorrettezza e mancata etica di colui che pone in essere tali condotte.

Nel caso dell'*insider*, infatti, ci troviamo di fronte ad un soggetto che si trova, rispetto a tutti gli altri, in una posizione privilegiata, dunque qualunque profitto egli ottenga, proprio perché ottenuto in una condizione di privilegio, deve essere considerato un ingiusto profitto, basato su un privilegio altrettanto ingiusto<sup>29</sup>.

Che, dunque, l'*insider* sia responsabile civilmente per la condotta posta in essere, e non solo, non v'è dubbio. Resta, però, un altro quesito al quale deve essere data risposta: chi può agire contro l'*insider*. Di solito, l'alternativa è tra riconoscere l'azione alla stessa società ovvero consentire agli azionisti *outsider*, che in qualche modo siano stati danneggiati dall'*insider trading*, di esercitare l'azione. Nel contesto della *Rule 10b-5*, di solito è l'investitore privato che esercita l'azione. Nel caso, invece, della *Section 16(b)*, che disciplina lo *short swing profits*, è invece sempre la società che agisce.

## 2. La State Common Law e l'*insider trading*

Sebbene le regole statali non garantiscano la stessa protezione offerta dalle leggi federali, la loro importanza non deve essere sottovalutata. Le azioni legali private consentite dalle leggi federali contro gli *insiders* sono diventate piuttosto

---

<sup>29</sup> Così RIDER - FRENCH, *The regulation of Insider Trading*, Oceania publications, Inc., DobbsFerry, New York, 1979, p. 7: "The call of regulation is not merely an illogical response based on vague notions of fairness and morality. Factors which influence public confidence might not necessarily be articulated in a logical expression, but the need to eliminate abuses in the market follows on logically from the recognition that it is imperative to preserve public confidence".

difficili da esercitare a partire dal 1976, anno in cui sono state emanate le *Insider trading Guidelines*, mentre quelle statali consentono di raggiungere lo scopo voluto: la condanna dell'*insider* e il risarcimento del danno patito dall'investitore.

Sulla base delle leggi statali, all'azionista è consentito agire contro l'*insider*. Il dubbio è se anche la società possa essa stessa agire contro l'*insider*, viste le difficoltà che gli azionisti incontrano quando si tratta di azionare i rimedi contro l'*insider trading*.

Consideriamo la situazione in cui una società è attualmente danneggiata da *insider trading*. Sulla materia, praticamente, non vi sono casi, ma generalmente i principi del *duty of loyalty* e del *duty of care* suggeriscono che la società potrebbe agire per i danni subiti, secondo le regole di diritto comune. È anche plausibile, però, immaginare che in un giudizio contro l'*insider* il giudice sostenga che le informazioni riservate usate dall'*insider* portino dei vantaggi anche alla società e che dunque l'*insider*, realizzando quei vantaggi non abbia potuto mettere il proprio interesse al di sopra di quello della società. In questo caso sarà difficile per la società dimostrare nell'*insider* la violazione del *duty of loyalty* e del *duty of care*, secondo le regole di diritto comune.

Supponiamo, invece, che un *insider*, amministratore della società, sia a conoscenza che la stessa sta per essere riscattata in larga parte da azionisti pubblici. L'*insider* si aspetta che l'annuncio del riscatto faccia aumentare il prezzo delle azioni. Prima che la notizia sia diffusa, acquista un altro 5% di azioni per se stesso. Quando la società esegue il riscatto, è costretta a pagare un prezzo più alto a causa del rialzo delle azioni dovuto all'acquisto dell'*insider*. In questo caso, invece, i giudici, probabilmente, permetteranno alla società di agire contro

l'*insider* per l'ammontare extra che ha dovuto pagare, sulla base della teoria che l'*insider* non ha rispettato il *duty of loyalty* verso la società appropriandosi di informazioni riservate (la notizia dell'imminente riscatto).

Nelle situazioni normali di *insider trading*, però, la società non soffrirà un danno finanziario diretto o altro tipo di danno quantificabile. E se la società non subisce una perdita diretta, può essa agire comunque contro l'*insider* sulla base della teoria che egli si è ingiustificatamente arricchito dall'uso di informazioni riservate appartenenti ad essa? In un solo caso i giudici hanno risposto di sì: si tratta del caso *Diamond v. Oreamuno*<sup>30</sup>. In questo caso, la *Court of Appeal* di New York ha essenzialmente affermato che le informazioni riservate costituiscono *assets* della società e che un *insider* che approfitta delle stesse per negoziare viola i doveri fiduciari verso la società e deve restituire alla stessa tutti i profitti che egli ha eventualmente ottenuto (o le perdite che egli ha evitato), anche se la società non ha subito alcun danno diretto.

Nessun'altra corte ha accettato il dispositivo reso nel caso *Diamond v. Oreamuno* e nessuna corte ha acconsentito all'azione contro l'*insider* da parte della società senza dimostrazione di aver subito un danno diretto dall'*insider trading*.

I Principi di Corporate *Governance* dell'*American Law Institute* seguono, però, la stessa linea seguita nel sopracitato caso dai giudici di New York<sup>31</sup>. Essi stabiliscono che anche se

---

<sup>30</sup> 248 N.E. 2d 910 (N.Y. 1969)

<sup>31</sup> Il paragrafo 5.04(a), intitolato *Use by a Director or Senior Executive of Corporate Property, Material Non Public Corporate Information, or Corporate Position*, stabilisce: "(a) *General Rule. A director or senior executive may not use corporate property, material non-public corporate information, or corporate position to secure a pecuniary benefit, unless either...* (3) *The use is solely of corporate information, and is not in connection with trading of the corporation's securities, is not a use of proprietary information of the corporation, and does not harm the corporation;...*".

la società non ha subito alcun danno diretto dalla negoziazione dell'*insider*, può agire per contro lo stesso per “ingiusto arricchimento” sulla base del principio posto al paragrafo 5.04(a)(5). L'*American Law Institute* va anche oltre, prevedendo la possibilità che un *tippee* (una persona che riceve informazioni riservate da un *insider* e le usa a proprio o altrui vantaggio) sia ugualmente responsabile verso la società, magari sulla base della teoria che il *tippee* ha consapevolmente partecipato a ledere il dovere fiduciario che l'*insider* aveva nei confronti della società<sup>32</sup>.

### **3. La SEC Rule 10b-5 e l'*insider trading***

La *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act '34* prevede: “*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...]*

*(b) to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such Rules and regulations as the (SEC) may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”.*

Dalla formulazione della disposizione, notiamo come nulla è prescritto come immediatamente illegale dalla *Section 10(b)*; solo la possibilità che la SEC emani una regola che proibisca determinate condotte che sulla base della stessa possano dare luogo a responsabilità penale. Inoltre, si noti come nulla, in

---

<sup>32</sup> Par. 5.04, Comment d(2)(a).

questa regola, accenni alla possibilità per gli investitori danneggiati da condotte fraudolente di agire in giudizio.

Solo successivamente la SEC ha emanato la *Rule 10(b)-5*, così aumentando la portata della regola e dando attuazione alla regola del SEA <sup>34</sup>: “*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme or artifice to defraud: (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person in connection with the purchase or sale of any security*”.

Inizialmente la regola era stata emanata per prevenire che gli *insiders* facessero esplicite dichiarazioni fraudolente su come la società stesse agendo male, così che agli stessi fosse consentito di comprare le azioni ad un prezzo più basso<sup>33</sup>. Al tempo dell’emanazione della regola, lo staff della Commissione non si è focalizzata sul paradigma tipico dell’*insider trading* (acquisto o vendita da parte dell’*insider* che resta completamente silenzioso sulle condizioni della società). E certamente la Commissione non immaginava che la regola avrebbe potuto accrescere la possibilità di azioni private da parte degli investitori. Essa, secondo alcuni, aveva il solo scopo di lasciare alla SEC la possibilità di fermare l’attività fraudolenta<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Così HAMILTON, *Cases and Materials on Corporations*, 7th Ed., 2001, p. 912

<sup>34</sup> HAMILTON, *Cases and Materials*, cit., p. 913

Attualmente, però, la portata della regola e la sua applicazione è cresciuta, e molto, rispetto a quando la stessa è stata introdotta. In particolare, forse le più importanti estensioni che ha subito sono tre:

a) trova applicazione per qualunque forma di frode o inganno, inclusi gli ordinari casi in cui l'*insider* silenziosamente compra o vende sulla base di informazioni privilegiate (dunque senza porre in essere alcuna falsa rappresentazione della realtà);

b) si applica quando qualcuno pone in essere una falsa rappresentazione della realtà che induce taluno a comprare o vendere, anche se chi ha diffuso dichiarazioni false non ha mai acquistato o venduto per se stesso;

c) più radicalmente, forse, un investitore che rispetta i requisiti richiesti dalle disposizioni di procedura può porre in essere un'azione legale privata sostenendo la violazione della *Rule 10(b)-5* e può chiedere il risarcimento dei danni.

### **3.1 Cosa costituisce *insider trading* secondo la regola federale**

Perché un soggetto violi la *Rule 10b-5* devono essere presenti una serie di elementi:

- Il soggetto deve avere acquistato o venduto azioni di un'emittente titoli;

- Al tempo in cui egli ha acquistato o venduto le azioni, doveva essere in possesso di informazioni "*material*": ad es., un'informazione che sarebbe considerata importante da un investitore ragionevole;

- L'informazione, al momento della negoziazione, non deve essere stata resa pubblica;

- Il soggetto che ha negoziato deve essere in una speciale relazione con la fonte dell'informazione privilegiata (o l'emittente o altra persona in possesso dell'informazione). Deve possedere questi requisiti se è un *insider* (ad es., un impiegato) o se è un "*constructive insider*" (in possesso, ad es., di informazioni confidenziali che l'emittente gli ha temporaneamente affidato, come un avvocato che lavora come consulente esterno alla società). Egli possiede questi requisiti anche se è un "*tippee*", che ha ricevuto le informazioni da un *insider* ("*tipper*") in violazione del dovere fiduciario dell'*insider* medesimo. Da ultimo, egli possiede questi requisiti se è un "*misappropriator*", per es., un *outsider* che prende le informazioni da un soggetto estraneo all'emittente (per esempio da un potenziale acquirente della società), in rottura di una promessa o di una notizia confidenziale.

- Il soggetto *insider* deve possedere requisiti giurisdizionali. Deve aver negoziato "*by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange*". Nel caso di azioni negoziate sul mercato diffuso, questo requisito deve sempre essere presente.

#### **4. L'evoluzione dell'applicazione della *Rule 10b-5* all'*insider trading***

Due elementi hanno reso la regole un'arma utile contro l'*insider trading*: 1) il riconoscimento di un implicito diritto all'azione privata per violazione della regola federale; 2) la

presa d'atto che la *Rule 10b-5* riguarda l'*insider trading* che ha luogo senza alcuna falsa rappresentazione della realtà.

Quasi sin dall'inizio, le corti hanno affermato che quando una persona viola la *Rule 10b-5*, l'investitore danneggiato dalla violazione può intraprendere un'azione civile per danni. La stessa formulazione della regola, o meglio il testo della *Section 10(b)*, sotto il quale la *Rule* è stata emanata, in nessun punto menziona l'azione civile. La giurisprudenza è, però, d'accordo nel consentire agli investitori danneggiati, per la cui protezione la *Rule* è stata emanata, la possibilità di agire per il risarcimento dei danni per violazione della regola 10b-5<sup>35</sup>.

Molte azioni private sono oggi previste espressamente. Nel 1988, già il Congresso emanò il ITSFEA (*Insider trading and Securities Exchange Fraud Enforcement Act*), che ha aggiunto, al *Securities Exchange Act '34*, la *Section 20A*, che consente ad un soggetto di agire contro un altro se questi ha negoziato sulla base di informazioni riservate ed entrambi erano parti della stessa negoziazione.

La *Rule 10b-5* non stabilisce espressamente che un *insider* che compra o vende sulla base di informazioni riservate, senza aver reso alcuna falsa dichiarazione, è colpevole di frode o inganno. La SEC ha, però, precisato, nella opinione resa in riferimento a *In re Cady, Roberts Co.*<sup>36</sup>, che la condotta di chi negozia sulla base di informazioni riservate viola la *Rule 10b(5)*, in quanto l'*insider* contravviene alla regola del "*disclose or abstain*".

---

<sup>35</sup> Questa altro non è che l'applicazione federale del principio di common-law sulla responsabilità civile da illecito basata su violazione di legge: vedi CLARK, *Corporate Law*, 1986, p. 313

<sup>36</sup> 40 SEC, 907 (1961)

Come sottolineato poco sopra, i sostenitori dell'*insider trading* spesso hanno affermato che se all'*insider* è richiesto di diffondere le informazioni, la diffusione potrebbe essere troppo prematura e l'emittente potrebbe soffrirne. La risposta della SEC a tale affermazione è stata piuttosto chiara: l'*insider* può e deve scegliere. Egli può decidere di diffondere la notizia o decidere di astenersi dall'effettuare l'operazione sulla base di quelle informazioni non ancora rese pubbliche.

Uno dei casi giurisprudenziali più importanti relativi all'applicazione della *Rule* all'*insider trading* è il *Texas Sulphur case*<sup>37</sup>. Questo caso è importante per una serie di ragioni: a) contiene una completa evoluzione dei fatti e dà la percezione dei vari problemi che l'*insider trading* può causare all'interno di una società; b) è il più importante caso in cui i giudici affermano che l'*insider trading* silenzioso costituisce violazione della *Rule* 10b-5; c) è il primo caso nel quale la SEC ha con successo costretto gli *insiders* a restituire i profitti illeciti, così incoraggiando l'azione da parte dei privati.

In fatto: la Texas Gulf Sulphur (TGS) da un po' di anni era alla ricerca di minerali nell'est del Canada. Agli inizi di novembre, nel 1963, ha effettuato un test di prova al K-55-1 vicino Timmins, Ontario. Il test ha rilevato grande percentuale di minerali, che i geologi della TGS non avevano mai visto prima. Da novembre fino al febbraio del 1964, la TGS ha smesso di trivellare per tenere per sé quanto scoperto. Durante questo periodo, diversi dipendenti della TGS, inclusi quattro geologi, il presidente, il vice presidente esecutivo, il consulente generale e un amministratore hanno acquistato azioni della società e opzioni "call" sulle azioni della TGS. Sempre durante lo stesso periodo, la TGS ha emesso stock options a favore di

---

<sup>37</sup> 401 F.2d 833, 2d Cir., 1968

alcuni impiegati di alto livello, inclusi cinque che erano a conoscenza di quanto scoperto (il consiglio di amministrazione e la Commissione *Stock Options*, al tempo in cui avevano conferito queste *options*, non sapevano di quanto scoperto a Timmins).

Gli scavi sono stati ripresi nel marzo del 1964 e immediatamente hanno prodotto risultati positivi. Iniziano, così, a circolare *rumors* sulla scoperta di un grande minerale grezzo. Per attenuare la speculazione, la società, il 12 aprile, rilascia un comunicato stampa nel quale sostiene che le voci “ingrandiscono la portata dell’operazione” a Timmins e che il lavoro fatto fino a quel momento “non è ancora sufficiente a giungere a conclusioni definitive e qualunque dichiarazione sulla misura e sulla qualità del minerale potrebbe essere prematura e forse ingannevole”. Nei fatti, però, nel momento in cui le notizie sono state rilasciate ha già scoperto il valore dei minerali almeno pari a \$150 milioni. Il 16 aprile, finalmente la TGS ha rilasciato un comunicato stampa che annunciava una considerevole scoperta. Molti degli impiegati che sapevano della scoperta hanno continuato a comprare azioni tra il 12 aprile e il 16. Il prezzo delle azioni è salito gradualmente durante tutto il tempo successivo a novembre: quando gli scavi sono iniziati, il prezzo dell’azione era intorno ai \$17. Nel giorno dell’annuncio della TGS sulla scoperta, il prezzo dell’azione era di \$36.

La SEC ha intentato causa contro gli impiegati che hanno negoziato tra novembre e il 12 aprile essendo a conoscenza della probabile scoperta; ha cercato di fargli restituire tutti i causa contro la stessa TGS, sulla base della teoria che sebbene la TGS non ha acquistato o venduto le proprie azioni durante quel periodo, dalle dichiarazioni ingannevoli rese nel comunicato stampa del 12 aprile ha indotto gli *outsiders* a vendere ad un prezzo più basso di quello che avrebbero potuto ottenere se le dichiarazioni ingannevoli non fossero state rese.

La Corte si è espressa a favore della SEC su tutti i punti. La corte ha adottato la regola del “*disclosure or abstain*” incoraggiata dalla SEC. La Corte ha definito “*material*” quella informazione “*(to which) a reasonable man would attach importance...in determining his choise of action in the transaction in question*”. Agli *insiders* non è richiesto di dare agli *outsiders* il risultato dei loro “analisti finanziari o di altri analisti” o di diffondere le loro “ipotesi ragionate o le loro predizioni”. Il fatto obiettivo di base, però – cioè che dal test era risultato un alto contenuto di minerali in quella zona – era chiaramente il tipo di fatto che un investitore considererebbe importante quando deve decidere se comprare, vendere o astenersi e un tipo di informazione definibile “*material*”. La corte ha anche sostenuto che non è abbastanza che gli *insiders* hanno aspettato fino a quando la società ha diffuso le informazioni. Avrebbero, piuttosto, dovuto aspettare fino a quando le informazioni non fossero state largamente diffuse sul mercato. Per es., agli *insiders* è richiesto di aspettare fino a quando le notizie siano apparse sui mezzi di diffusione più comuni e largamente diffusi, il Dow Jones “*broad tape*”, non semplicemente fino a quando le notizie sono state annunciate ai giornalisti.

La Corte ha stabilito che ricevere *stock options* da parte di un esecutivo di alto livello costituiva una forma di *insider trading*, laddove l’esecutivo conosceva le informazioni privilegiate e il comitato che ha assegnato le *stock options* non ne era a conoscenza. In altre parole, la ricezione delle *stock options*, dice, da parte del consulente generale della società avveniva “in connessione con l’acquisto o la vendita di qualunque strumento” (secondo la lettera della *Rule*) anche se

le *options* erano state solo “assegnate” a lui<sup>38</sup>. Infine, la corte ha sostenuto che la stessa TGS, anche se non ha negoziato le proprie azioni, potrebbe aver violato la *Rule* 10b-5 se non ha utilizzato la *due diligence* nel preparare e diffondere il comunicato stampa. Un comunicato stampa generico (in un momento in cui erano disponibili informazioni più precise) è stato sufficiente, secondo la corte, a fornire un rapporto dei fatti ingannevole<sup>39</sup>.

La *District Court* ha ordinato a tutti gli *insiders* della società di restituire tutti i profitti ottenuti dalle negoziazioni poste in essere. Gli è stato chiesto di pagare la differenza tra il prezzo medio delle azioni della TGS il giorno dopo la diffusione dell'ultima notizia e l'ammontare che loro hanno in precedenza pagato per le azioni. È stato poi chiesto agli *insiders* di pagare i danni per l'ammontare dei profitti ottenuti dai loro *tippees*. L'ammontare, è stato disposto dalla corte, doveva restare in un fondo, poi utilizzato per riparare i danni da *insider trading* subiti dagli investitori *outsiders*. Tutto quello che nei cinque anni non sarà utilizzato a favore dei privati che agiscono per il risarcimento, deve tornare nella proprietà della stessa società.

### **5. L'*insider trading* “mentre si è in possesso” delle informazioni e l'*insider trading* “basato sulle” informazioni**

Fino al 2000, non era subito chiaro che la relazione causale doveva essere tra la conoscenza dell'informazione privilegiata e la decisione di negoziare le azioni. La questione è se sia

---

<sup>38</sup> Ma si è ritenuto che gli amministratori di alto livello che ricevono un'opzione non hanno alcun dovere di *disclosure* o di rifiutare le *options* stesse.

<sup>39</sup> Questo resta ad oggi il caso di esempio per sostenere che anche una società può essere responsabile per false dichiarazioni, anche se non ha partecipato alla negoziazione dei propri titoli; comunque, si deve dimostrare che la società abbia avuto conoscenza della falsità o dell'imprudenza e di aver trascurato il pericolo, così che la mera mancanza di *due diligence* come nel caso della TGS potrebbe non essere sufficiente.

sufficiente, perché un soggetto si renda responsabile di *insider trading*, che egli sia “in possesso” di informazioni privilegiate nel momento in cui ha negoziato oppure se è necessario che sia provato anche “l’uso” delle informazioni ai fini della negoziazione. Supponiamo che A sia a conoscenza di alcune notizie riservate, ma potrebbe provare che la sua decisione di negoziare si sia basata su altri fattori, pubblici. Potrebbe A essere comunque responsabile per aver violato la *Rule 10b-5*? La risposta alla domanda è affermativa. Lo è diventata nel 2000, quando la SEC ha adottato la *Rule 10b-5-1*. Questa regola rende la vita piuttosto difficile ai possessori di informazioni riservate. Essa inizia con lo stabilire un principio solo apparentemente a favore del colpevole di *insider* al quale la *Rule 10b-5* vieta di negoziare “sulla base di” informazioni privilegiate. Essa, infatti, solo nella seconda parte definisce come debba essere inteso quel “sulla base di”, stabilendo che essa deve essere intesa nel senso di “era conscio delle” informazioni al momento della negoziazione. In altre parole, la prova che è richiesta al governo o al privato contro l’*insider* è che egli fosse consapevole delle informazioni privilegiate al momento della negoziazione e non che l’informazione riservata è in qualche modo la causa, o ha in qualche modo avuto effetto, della decisione dell’*insider*.

Questa nuova regola introdotta dalla SEC concede, però, all’*insider* un importante rifugio: se, prima di essere consapevole delle informazioni riservate, l’*insider* ha adottato un programma scritto per la negoziazione degli strumenti che vincola l’*insider* a porre in essere determinati acquisti o determinate vendite in un certo momento o in particolari circostanze, le vendite portate a *termine* in accordo con questo programma non sono ritenute “basate su” informazioni riservate, anche se l’*insider* conosceva le informazioni al

tempo in cui vi è stata la negoziazione<sup>40</sup>. L'operazione, infatti, sarebbe soltanto il frutto di una serie inaspettata di coincidenze.

## **6. Chi sono *insider*, *tippee* e *misappropriator***

È bene sottolineare che non tutti coloro che negoziano sulla base di informazioni riservate violano la regola federale, ma soltanto coloro che possono essere definiti *insiders*, *tippee* o *misappropriator* secondo le disposizioni in vigore.

Tre sono stati i casi che hanno determinato la definizione di queste tre categorie di soggetti: *Chiarella*, *Dirks* e *O'hagan*. In questi tre casi giurisprudenziali, i giudici hanno stabilito che:

a) un soggetto è “*insider*” solo se ha un qualche tipo di relazione fiduciaria che gli impone di trattare certe informazioni come confidenziali;

b) un soggetto è un “*tippee*” solo se:

i) ha ricevuto informazioni dategli in seguito a rottura del vincolo fiduciario dell'*insider*;

---

<sup>40</sup> Prendiamo come esempio la situazione di P. P, capo della X Corp., possiede \$100 milioni di azioni della società e vorrebbe gradualmente diminuire la propria partecipazione all'interno della società. Alla fine del 2004, P conclude un contratto irrevocabile con B, con il quale P ha incaricato B di vendere \$5 milioni delle sue azioni la prima settimana di ciascun trimestre solare per i successivi quattro anni. Il 25 giugno 2005, P viene a conoscenza che la società dovrà presto annunciare utili trimestrali bassi, che probabilmente porterà ad un abbassamento del valore delle azioni. Il 2 luglio, prima che la notizia sia diffusa, B vende \$5 milioni di azioni di P.

Anche se la vendita ha avuto luogo quando P era a conoscenza della notizia riservata non ancora resa pubblica, P non è colpevole di *insider trading*, perché egli ha agito sulla base di un programma già posto in essere che ha costituito il “porto sicuro” di cui alla *Rule 10b-5-1*. Con le parole della *Rule*, P è “*entered into a binding contract to purchase or sell the security*”, “*provided a written formula or algorithm...for determining amounts, prices and dates*” e ha dimostrato che la vendita è stata “*pursuant to the prior contract*”. Poiché P alla fine del 2004 ha preso la decisione irrevocabile di vendere le azioni nella prima settimana di luglio del 2005, egli non è colpevole di aver venduto “sulla base di” informazioni riservate che aveva acquisito soltanto dopo aver già preso la decisione irrevocabile di vendere.

- i) sa che (o, forse, dovrebbe sapere che) c'è stata la rottura del vincolo;
- ii) l'*insider/tipper* ha ricevuto qualche beneficio dalla rottura del vincolo (o ha inteso beneficiare economicamente il *tippee*);

c) un soggetto può essere definito "*misappropriator*" se è un *outsider* che riceve le informazioni da un soggetto diverso dall'emittente, in violazione della promessa che quelle informazioni sarebbero rimaste confidenziali.

La regola chiave è che il dovere di "*disclose or abstain*" si applica solo a tali soggetti e strettamente ad essi. Di ciò è esempio la causa *Chiarella*, uno dei casi principali in materia.

Nei fatti: *Chiarella* era un tipografo della Pandick Press, una società di stampa finanziaria. La Pandick ha ricevuto documenti finanziari in relazione ad alcuni takeovers. I documenti indicavano tutti i *termini* delle acquisizioni, ma i nomi degli attori e dei destinatari delle acquisizioni erano stati lasciati in bianco o sostituiti con nomi falsi fino alla notte della stampa definitiva. *Chiarella* era stato capace di dedurre l'identità di molti dei destinatari delle acquisizioni da altre informazioni contenute nei documenti e, segretamente, ha utilizzato queste informazioni per acquisire azioni dei destinatari. È stato, così, accusato di *insider trading*.

La Corte Suprema ha affermato che *Chiarella* non ha violato la *Rule 10b-5*, poiché non aveva alcun dovere di "*disclose or abstain*". Questo dovere di "*disclose or abstain*", infatti, dice la Corte, si applica solo quando c'è "una relazione fiduciaria e di confidenza tra le parti di una transazione". In questo caso, *Chiarella* non aveva alcuna relazione fiduciaria diretta con le società target oggetto di acquisizione. Dunque, il

mero fatto di aver negoziato mentre era in possesso di informazioni riservate non rende il tipografo responsabile di *insider trading*. L'accusa ha sostenuto che *Chiarella* ha violato il suo dovere nei confronti del datore di lavoro, per aver rubato le informazioni contenute nei documenti riguardanti le acquisizioni. La Corte Suprema non ha rigettato questa accusa per "*misappropriation*" nel merito, ma ha ignorato la stessa poiché non era stata avanzata durante il processo a *Chiarella*.

Si noti, dunque, come questo caso ha stabilito il principio, ancora attuale, secondo cui la mera negoziazione sulla base di informazioni non pubbliche non viola la *Rule 10b-5* e che la violazione vi può essere solo quando vi sia stata violazione di un dovere fiduciario.

Oggi, però, lo stesso caso potrebbe essere deciso in maniera diversa. Primo, *Chiarella* potrebbe essere accusato di frode telefonica o frode postale per essersi ingiustamente appropriato di informazioni affidate dagli acquirenti alla società di stampa, dunque a *Chiarella*. Secondo, la Corte Suprema ha alla fine accettato la teoria della "*misappropriation*". Così oggi una persona che usa impropriamente informazioni confidenziali ottenute da altra emittente, può essere responsabile di *insider trading*. Dunque, è molto probabile che se la Corte Suprema avesse oggi dovuto giudicare il caso, avrebbe affermato la responsabilità di *Chiarella* per *insider trading*, per essersi appropriato ingiustamente di informazioni affidategli dal datore di lavoro. Di conseguenza, l'unico caso in cui si deciderebbe a favore di *Chiarella* è se l'impiegato ha ottenuto le informazioni senza violazione di alcun dovere fiduciario da nessuno.

## 6.1 L'*insider*

Un *insider* sarà responsabile secondo la *Rule* 10b-5 se negozia mentre è in possesso di informazioni riservate e privilegiate. La Corte Suprema ha definito precisamente chi è un *insider*, ma il concetto di massima è che è *insider* colui che ottiene informazioni in virtù del suo legame con la società le cui azioni sono da lui negoziate.

Possono essere qualificati come *insiders*: gli *officers*, i *directors* e altri dipendenti di alto livello e questi saranno responsabili di *insider trading* solo se negoziano in azioni della società di cui sono dipendenti mentre sono in possesso di informazioni riservate che riguardano la società stessa. Nella legislazione e nella dottrina americana non si distingue tra *insiders* primari e secondari, anche se questa prima categoria di soggetti ben potrebbe essere fatta coincidere con la categoria di *insider* primari che in Italia è punita secondo le leggi penali contenute nel tuf.

Anche un dipendente di più basso livello, però, può essere qualificato *insider*, ai fini che ai noi interessano, se viene in possesso di informazioni riservate in virtù del suo ufficio. Per es., D è la segretaria di P, presidente della società X. Un giorno, mentre D riordina sulla scrivania di P, butta l'occhio su una lettera da parte di S a P che dice "Ci proponiamo di acquisire la X per \$20 ad azione". D esce e compra azioni della X a \$10 ad azione. D è certamente un *insider* e ha violato la *Rule*, anche se non è un'impiegata di alto livello. Ha, infatti, acquisito le informazioni riservate nell'impiego del suo lavoro presso la X e ha il dovere di tenere per se le informazioni che

riguardano la compagnia e di non usarle a proprio vantaggio<sup>41</sup>. Diversamente, invece, parlando con un dipendente della SEC mi è stato detto che non è *insider* l'autista che, accompagnando il suo datore di lavoro ad un incontro, carpisce, mentre il passeggero parla al telefono, notizie sulla società di cui egli è amministratore o sulle azioni della società stessa e successivamente sfrutta le informazioni per raggiungere un profitto. Questo, lo vedremo in seguito, perchè in questo caso l'autista non avrebbe violato alcun dovere fiduciario verso la società.

Persone che non lavorano per la società emittente, ma alle quali dalla stessa sono affidate informazioni confidenziali, potrebbero, invece, essere definiti “*constructive or temporary insiders*”. Per es., se la società X da un'informazione riservata ad un professionista esterno (un avvocato, ad es.), perché lo stesso fornisca un servizio alla società, il professionista è certamente un *constructive insider* e non può in alcun modo negoziare sulla base di quelle informazioni, altrimenti sarà responsabile di *insider trading*. Un soggetto è, invece, solo un “*temporary insider*” se la società mette in chiaro che si aspettava che l'informazione rimanesse confidenziale, nel senso che se la società X si rivolge ad un banchiere per un prestito e gli manifesta che vuole utilizzare il prestito per espandere il commercio di plastica, il banchiere può presumibilmente acquistare azioni della società X, se la stessa non ha detto al banchiere che la notizia doveva rimanere confidenziale.

---

<sup>41</sup> Per es., è probabilmente responsabile di essersi ingiustamente appropriata di informazioni di proprietà della società secondo la legge statale.

## 6.2 Il “tippee”

Vediamo più da vicino i tre requisiti richiesti ad un soggetto perché possa essere definito *tippee*.

La rottura del dovere fiduciario da parte dell'*insider*: il *tippee*, infatti, per essere tale deve ricevere le informazioni da parte di un *insider* e la *disclosure* di queste informazioni deve essere tale da far venir meno il dovere fiduciario che l'*insider* ha verso la società. Questo è il requisito che effettivamente fa del *tippee* un soggetto responsabile indirettamente di *insider trading*<sup>42</sup>. Come conseguenza di questo primo requisito, se un *outsider* acquisisce informazioni totalmente per caso, senza violazione alcuna di un vincolo fiduciario, l'*outsider* può negoziare e non sarà responsabile per questo. Per esempio, questo è il caso dell'autista che, senza violare alcun dovere fiduciario, casualmente ascolta informazioni privilegiate. Analogamente, se l'*outsider* acquisisce le informazioni riservate con diligenza, egli può negoziare sulle stesse nonostante siano riservate, a patto che non vi sia stata alcuna rottura del proprio vincolo fiduciario nel passaggio di informazioni. La causa *Dirks* è il miglior esempio del principio che si è tentato di illustrare.

In fatto: Ray *Dirks* era un analista finanziario specializzato in azioni assicurative. Ha ricevuto una chiamata da Ronald Secrist, un ex dirigente della Equity Funding Corp., una società che vendeva assicurazioni sulla vita e fondi comuni di investimento. Secrist ha affermato che il patrimonio della E.F.

---

<sup>42</sup> Un esempio può aiutare. Prendiamo sempre la compagnia petrolifera. P lavora nella compagnia e durante il suo lavoro sente che una società rivale, la G Comp., ha fatto una sensazionale scoperta. P dice di questa notizia, non ancora diffusa, all'amico T. T compra, allora, azioni della G Comp. Assumendo che P non è un *insider* della società G, P non ha rotto alcun vincolo fiduciario con la G. Dunque, P non può essere responsabile di *insider trading* e di conseguenza T (la cui responsabilità dovrebbe derivare dalla responsabilità di P) non sarà responsabile.

era stato molto gonfiato attraverso una serie di pratiche fraudolente (ad es., false polizze assicurative sulla vita). *Dirks* ha così investigato sentendo vari dirigenti e dipendenti della compagnia; i funzionari più anziani si sono rifiutati di confermare le accuse mentre gli impiegati di livello inferiore lo hanno fatto. *Dirks* ha provato a contattare il Wall Street Journal per far pubblicare la storia, ma il giornale si è rifiutato. Sebbene *Dirks* e il suo studio non abbiano negoziato su azioni della E.F. durante il periodo di investigazione, *Dirks* ha detto a qualcuno dei suoi investitori della sua scoperta, così loro hanno venduto le azioni della E.F. Alla fine, a causa del diffondersi di voci sulle accuse di *Secrist*, il valore delle azioni è crollato, la negoziazione si è interrotta e la frode è stata scoperta. La SEC ha, dunque, agito contro *Dirks* per *insider trading*, sulla base del fatto che le accuse per frode costituivano informazione riservata che *Dirks* aveva dato ai suoi clienti con l'intento di consentirgli di negoziare in azioni della E.F.

La Corte Suprema ha, invece, affermato che *Dirks* non era colpevole di *insider trading*. *Dirks*, infatti, secondo la Corte non era un *insider*, bensì un *tippee*. Come tale, qualunque responsabilità potrebbe avere per aver utilizzato impropriamente le informazioni riservate deve derivare dalla responsabilità del *tipper/insider* (in questo caso *Secrist*)<sup>43</sup>. Relativamente a *Secrist*, la Corte ha affermato che non c'è stata alcuna violazione semplicemente in virtù del fatto che *Secrist* ha trasmesso informazioni riservate; invece, un *insider* viola il dovere fiduciario verso la società solo se “beneficerà personalmente, direttamente o indirettamente, di questa diffusione della notizia”. Un tale beneficio vi potrebbe essere se un *insider* ha ricevuto un diretto vantaggio economico o qualche altro personale beneficio, o se l'*insider* intendeva fare

---

<sup>43</sup> “[A] *tippee* assumes a fiduciary duty to the shareholders of a corporation not to trade on material nonpublic information only when the insider has breached his fiduciary duty to the shareholders by disclosing the information to the *tippee* and the *tippee* knows or should know that there has been a breach”.

un regalo con le informazioni confidenziali. Ma in questo caso, né Secrist né altro dipendente che hanno confermato le sue accuse hanno ricevuto alcun beneficio economico o personale da *Dirks*, né loro intendevano fare a *Dirks* un regalo. Dunque, questi *insiders* non avevano in alcun modo violato il vincolo fiduciario verso la società. Dunque *Dirks* non è indirettamente responsabile di *insider trading*.

Questo caso ha segnato un punto importante che riguarda la responsabilità dei *tippee*: 1) un *tippee* è responsabile solo se l'*insider* ha violato un qualche dovere fiduciario nei confronti della società o dei suoi azionisti; 2) l'*insider* viola il dovere fiduciario solo se dal suo comportamento ricava qualche beneficio economico o personale o con il suo comportamento intende fare un regalo al *tippee*.

La conoscenza del *tippee*: il *tippee* non è meno responsabile se sa (o avrebbe dovuto sapere) che le informazioni sono la conseguenza della rottura del vincolo fiduciario del *tipper*<sup>44</sup>.

Il vantaggio del *tipper*: infine, il *tipper* deve aver ricevuto un profitto in seguito alla violazione del dovere fiduciario o, comunque, l'*insider*, con il suo comportamento, deve aver voluto permettere al *tippee* di raggiungere un profitto. Questo significa che un mero commento “sapevi...” da parte del *tipper*, fatto senza pensare alla possibilità che il *tippee* negozierà sulla base di quella informazione, è molto probabile non inneschi alcuna responsabilità nel *tippee*<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> Prendiamo sempre l'esempio di prima. Adesso, però, assumiamo che P ha saputo della scoperta della società G come risultato di un colloquio di lavoro alla G, durante il quale gli era stato detto (prima di avere l'informazione) “Non dire a nessuno dell'informazione che stai per ricevere sulla compagna perché è *top secret*”. Assumiamo, poi, che P abbia dato l'informazione solo a T, senza dare a T alcuna ragione di credere che P aveva promesso di tenere segreta l'informazione. Anche se P è responsabile di aver violato la *Rule 10b-5*, T non può essere responsabile poiché egli non sapeva, o comunque non aveva ragione di sapere, che P stava violando un dovere fiduciario.

<sup>45</sup> Un dirigente sta prendendo da bere in un bar e dice ad alta voce a B “La mia società, G, ha scoperto un giacimento di petrolio in Malaysia, così probabilmente andremo lì la prossima settimana e non ti

### 6.2.1. La *disclosure* in ambito familiare

Strettamente collegato alla responsabilità indiretta del *tippee* è il caso in cui un soggetto venga a conoscenza di un'informazione riservata non dall'emittente, bensì da un parente, che a sua volta ha un qualche legame con l'emittente. In quali circostanze il soggetto che è venuto a conoscenza delle informazioni può essere considerato un *insider*? C'è stato un caso che si è occupato proprio di questa fattispecie, nel quale si è deciso che un soggetto può essere considerato un *insider* solo se ha una responsabilità fiduciaria circa l'informazione. Il mero fatto che egli abbia ottenuto l'informazione da un parente non darebbe, invece, ragione di credere che egli avesse un dovere fiduciario. Il caso è quello *U.S. v. Chestman*<sup>46</sup>.

Nei fatti: Ira Waldbaum, presidente di una catena di supermercati quotata in borsa, era intenzionata a vendere la compagnia alla AP. La vendita avveniva a \$50 ad azione, nel momento in cui il titolo era scambiato a circa \$20. Ira ha detto alla sorella, Shirley, della transazione, avvertendola di non dire a nessuno quello che aveva saputo. Shirley ha detto alla figlia, Susan, dell'intenzione di vendere; Shirley ha detto alla figlia di non dire a nessuno, eccetto al marito Keith Loeb, la notizia, altrimenti avrebbe potuto mandare in fumo la vendita. Susan ha detto al marito della vendita, e poi, a sua volta, ha detto al marito di tenere la notizia per se. Loeb ha parlato con

---

vedrò per un po'". Al dirigente non viene in mente che B potrebbe negoziare sulla base di quella informazione e certamente egli non intendeva trarre dalla notizia alcun beneficio, né apportarne a B. B ascolta, compra e guadagna. B non può essere responsabile di *insider* trading poiché il dirigente non intendeva procurargli un beneficio o ottenere, direttamente o indirettamente benefici dalla *disclosure*. Così anche se la condotta di B è stata venale, e molte persone avrebbero voluto che fosse responsabile, egli è assolutamente innocente. Se però l'*insider* intendeva aiutare il *tippee* a raggiungere un profitto economico, non c'è discussione che l'*insider* non aveva inteso beneficiare se stesso. Così se il dirigente dicesse a B, nell'esempio di prima "Perché non compri qualche azione della G?", ambedue sarebbero responsabili di *insider*.

<sup>46</sup> 947 F.2d 551 (2d Circ. 1991)

Chestman, il suo broker, e gli ha detto di avere “sicure e accurate informazioni” che la Waldbaum stava per essere venduta ad un prezzo più alto. Loeb ha dunque chiesto a Chestman cosa avrebbe dovuto fare secondo lui. Chestman rispose che non poteva dare consigli a Loeb e che Loeb avrebbe dovuto fare quello che voleva. Successivamente Chestman ha acquistato parecchie azioni sul mercato; gli acquisti erano per conto dello stesso Chestman in aggiunta ad altri per conto di altri clienti, incluso un acquisto per conto di Loeb. Qualche giorno dopo Loeb ha esplicitamente chiesto a Chestman di acquistare per lui azioni del gruppo. Chestman venne accusato penalmente di aver violato la *Rule 10b-5* e anche la *Rule 14e-3*, che tratteremo in seguito.

Il Secondo Circuito ha affermato che Chestman non poteva essere accusato di aver violato la *Rule 10b-5*. La maggioranza dei giudici ha affermato che la colpevolezza di Chestman non può essere affermata a meno che non si dimostri: a) che Loeb ha violato un dovere fiduciario con la fonte delle informazioni; b) che Chestman sapeva che Loeb aveva violato tale dovere. La Corte ha concluso che Chestman non aveva violato alcun dovere fiduciario.

La ragione fondamentale della decisione della Corte è chiara. Una semplice relazione familiare tra la fonte dell'informazione e il *tipper* non è sufficiente ad imporre al *tipper* un dovere fiduciario. Così il mero fatto che Loeb abbia ottenuto le informazioni dalla moglie (e lei a sua volta da un altro familiare) non fa di Loeb un fiduciario quanto all'informazione. Se Loeb e la moglie avessero avuto una preesistente relazione fiduciaria (ad es., loro avessero frequentemente discusso la questione d'affari della Waldbaum e Susan avesse continuato a discuterne sulla base delle sue conoscenze che suo marito sapeva non dover diffondere),

allora il requisito della relazione fiduciaria relativamente alle nuove informazioni esisterebbe. Analogamente, se Susan avesse preteso dal marito la promessa di tenere per se le informazioni prima di dargliele, questo avrebbe potuto essere sufficiente a configurare la responsabilità di Loeb. Ma un ammonizione del tipo “non dirle” successiva alla comunicazione non è sufficiente, secondo la corte, a fare di Loeb un fiduciario. Dunque, Chestman non avendo saputo le informazioni da un fiduciario, dunque da un *insider*, non può essere considerato un *tippee*, dunque colpevole di *insider trading*<sup>47</sup>.

La Corte ha, però, accusato Chestman di aver violato la *Rule 14e-3(a)*<sup>48</sup>, emanata dalla SEC, che disciplina l'*insider trading* nel corso di un'offerta pubblica. Questa regola vieta di negoziare sulla base di informazioni privilegiate, anche se le informazioni non provengono dalla società le cui azioni sono oggetto dell'operazione (ad es. della società target). Sulla base di essa, è proibito negoziare sulla base di informazioni che riguardano l'offerta pubblica che provengano direttamente o indirettamente sia dalla società acquirente, sia dalla società target. Nel caso di Chestman, sebbene egli non sia responsabile di *insider trading* secondo il dettato della *Rule 10b-5*, è responsabile sotto la *Rule 14e-3* che dispensa dal requisito di aver ottenuto le informazioni in seguito alla violazione di un dovere fiduciario.

---

<sup>47</sup> Cinque componenti della corte non erano d'accordo con i sei giudici che nel caso *Chestman* hanno costituito la maggioranza. La minoranza ha affermato che “*family members who have benefitted from the family’s control of the corporation are under a duty not disclose confidential corporate information that comes to them in the ordinary course of family matters*”. *Chestman*, dunque, secondo questi membri della corte sarebbe un *tippee* poiché avrebbe ottenuto le informazioni da un *insider*, che non avrebbe dovuto violare il dovere fiduciario nei confronti della famiglia.

<sup>48</sup> Un soggetto è colpevole secondo la *Rule 14e-3(a)* “*if he trades on the bases of material nonpublic information concerning a pending tender offer that he knows or has reason to know has been acquired ‘directly or indirectly’ from an insider of the offeror or the issuer, or someone working on their behalf. Rule 14e-3(a) is a disclosure provision. It creates a duty in those traders who fall within its ambit to abstain or disclose, without regard to whether the traders owes a pre-existing fiduciary duty to respect the confidentiality of the information*”: O’KELLEY – THOMPSON, *Corporations and Other Business Association, Cases and Materials*, Aspen, 2006, p. 1094

Quando un'informazione è divulgata a una persona da un'altra che è un parente vicino, trova oggi applicazione la *Rule 10b-5-2* emanata dalla SEC nel 2000, che contiene una presunzione relativa secondo la quale chi riceve l'informazione ha il dovere di tenerla riservata. Nella *Rule* la SEC ha indicato tre diverse circostanze nelle quali può essere riscontrato un dovere di “*trust or confidence*” da parte di chi riceve le informazioni: i) il dovere esiste se chi riceve le informazioni ha promesso di tenere segrete le informazioni ricevute; ii) il dovere esiste se chi divulga la notizia e chi la riceve hanno un rapporto tale per cui chi riceve le informazioni sa o comunque dovrebbe sapere che chi gli ha dato le informazioni si aspetta che lui le tenga riservate; iii) infine, la presunzione relativa c'è se chi riceve l'informazione è il marito o la moglie, un genitore, un figlio o un fratello o una sorella di chi divulga la notizia. Il ricevente può comunque dare la prova contraria provando che, alla luce della relazione che esiste tra due membri della stessa famiglia, chi ha ricevuto l'informazione “non sapeva né avrebbe dovuto ragionevolmente sapere che l'informazione doveva restare confidenziale”.

### **6.3 The *misappropriator***

Non è ancora pienamente chiaro quale situazione costituisca “*misappropriation*” di una informazione riservata. La chiave sembra essere l’“inganno”.

Anche nel caso della “*misappropriation*” la differenza l'ha fatta il dispositivo di una causa, *U.S. v. O'Hagan*<sup>49</sup>, dove la Corte ha stabilito che la teoria della “*misappropriation*” presuppone la responsabilità del *fiduciary-turned-trader* per

---

<sup>49</sup> 521 U.S. 642 (1997)

aver ingannato coloro i quali gli avevano affidato informazioni confidenziali. Apparentemente, se e solo se chi ha fornito le informazioni riuscisse a intraprendere un'azione contro il soggetto per “furto di informazioni”, il soggetto contro cui si è agito potrebbe essere riconosciuto responsabile secondo la teoria della “*misappropriation*”.

In fatto: La Grand Met stava pianificando un'offerta pubblica di acquisto per Pillsbury. La Grand Met aveva assunto lo studio legale Dorsey Whitney perché li rappresentasse. *O'Hagan* era un partner dello studio legale e aveva saputo quello che la Grand Met stava pianificando. Quando il piano era ancora segreto, *O'Hagan* acquista azioni e opzioni call della Pillsbury. Quando la Grand Met ha annunciato la sua intenzione di lanciare l'offerta pubblica sulla Pillsbury, le azioni di quest'ultima salirono alle stelle e *O'Hagan* raggiunse profitti per \$4.3 milioni.

*O'Hagan* affermò di non essere responsabile di *insider trading* perché egli non aveva ottenuto le informazioni quale membro dell'emittente (la Pillsbury). Egli vinse la causa con questa teoria nella Court of Appeal, ottava circoscrizione.

Ma *O'Hagan* ha perso in Corte Suprema. La Corte, infatti, ha stabilito la responsabilità di *O'Hagan* secondo la *Rule 10b-5*, basandosi sulla *misappropriation* di dati confidenziali ottenuti da un soggetto diverso dall'emittente. La Corte ha affermato che entrambi i requisiti richiesti dalla *Section 10*, “mezzi ingannevoli o espedienti” e “la connessione con”, sono presenti quando una persona si appropria di informazioni confidenziali da parte di un soggetto diverso dall'emittente e poi compra o vende azioni dell'emittente medesima, cui le informazioni si riferiscono. La maggioranza dei giudici della Corte ha concluso che questa interpretazione favorisce la linea

generale scelta dietro le regole per contrastare l'*insider trading*, specialmente la politica di incoraggiare l'ampia partecipazione al mercato delle azioni<sup>50</sup>.

Quanto stabilito nel caso di cui sopra amplia enormemente la categoria di soggetti che può essere responsabile di *insider trading*. È stato, infatti, stabilito che chiunque si appropria indebitamente di informazioni confidenziali ricevute da un altro soggetto, può essere responsabile di aver negoziato sulla base di quelle informazioni. Infatti:

i) chi viene a conoscenza di informazioni in virtù di una relazione di fiducia con la società che pianifica un'offerta pubblica, può essere colpevole di *insider trading*;

ii) analogamente, chi viene a conoscenza di un'informazione riservata che riguarda l'emittente in virtù del lavoro all'interno di un giornale o di un'emittente televisiva o radiofonica che è in procinto di pubblicare o trasmettere una notizia sulla società, potrebbe essere accusato di *insider trading*;

iii) anche una persona che viene a conoscenza delle informazioni in seguito ad una ricerca finanziaria fatta per una società che gestisce denaro potrebbe essere responsabile, se l'informazione "apparteneva" alla società.

Da quanto finora riportato, sembra semplice stabilire quando un soggetto si appropria indebitamente di informazioni riservate. Ci sono, però, tanti casi ancora ambigui. Facciamo

---

<sup>50</sup> "Although informational disparity is inevitable in the securities markets, investors likely would hesitate to venture their capital in a market where trading based on misappropriated nonpublic information is unchecked by law...It makes scant sense to hold a lawyer like O'Hagan a Section 10(b) violator if he works for a law firm representing the target of a tender offer, not if he works for a law firm representing the bidder": così la Corte Suprema.

un esempio. Supponiamo che A sia un giornalista del Metro Press. Supponiamo anche che questo giornale non abbia adottato una specifica politica relativamente all'uso delle informazioni che gli stessi giornalisti acquisiscono durante il loro lavoro. A sta svolgendo ricerche sulla società X per un articolo. Viene a sapere da una fonte *interna* alla società, T, che il direttore finanziario della società stava falsificando i libri contabili. A vende allo scoperto azioni della società, cioè compra opzioni "put" sulla stessa. A successivamente pubblica il suo articolo e le azioni della società perdono la metà del loro valore, portando ad A un notevole profitto. Si è A indebitamente appropriato delle informazioni?

La risposta non è immediatamente chiara. Una corte potrebbe sostenere che A ha un implicito dovere verso il giornale per cui lavora di tenere segreta qualunque notizia o informazione egli venga a sapere in virtù del suo lavoro, ma non è sicuro che la corte arrivi a questa soluzione. Molto probabilmente A potrebbe essere responsabile di *insider trading* se il giornale per cui lavora adottasse una politica ben precisa, della quale A sia consapevole, a norma della quale tutti gli articoli sono di piena proprietà del giornale e non del giornalista che li scrive.

Peraltro, posto che il presupposto dell'appropriazione indebita di informazioni è l'inganno, la preventiva divulgazione delle intenzioni di un soggetto alla fonte dell'informazione riservata potrebbe proteggere lo stesso dalla responsabilità da *insider trading*. Nel caso di *O'Hagan*, ad es., se egli avesse detto sia allo studio legale che alla società, prima di venire a conoscenza delle informazioni riservate, della sua intenzione di acquistare le azioni della società target, e la società acquirente avesse ugualmente comunicato le informazioni riservate a *O'Hagan*, presumibilmente non vi

sarebbe stato alcun inganno da parte di *O'Hagan*, dunque alcuna responsabilità per *insider trading*.

### **6.3.1. La responsabilità penale per “*misappropriation*”**

Se dal punto di vista civilistico la “*misappropriation*” ha dato, e da tuttora, non pochi problemi, la questione è meno problematica dal punto di vista penale. Come risulta dalla causa *Carpenter v. U.S.*, se una persona si appropria indebitamente di informazioni riservate e negozia sulla base delle informazioni che ha ricevuto, sarà colpevole di aver violato la regola federale che punisce penalmente la frode postale e la frode telefonica.

Facciamo un esempio: W è un giornalista del Wall Street Journal ed è uno degli autori della sezione del giornale che parla di finanza. W si rende anche conto che quello che scrive nella sezione ha effetto sull'andamento dei titoli di cui scrive. Così inizia, sistematicamente, a dare notizie a B, un broker, in merito alle società sulle quali scriverà e se le notizie sono favorevoli o meno. Così B negozia con successo sulla base di quei suggerimenti. Al tempo dei suggerimenti, W era consapevole che il giornale riteneva tutte le notizie conosciute dai suoi dipendenti come di sua proprietà, e che il giornalista doveva tenerle segrete. In nessun caso le informazioni conosciute da W e suggerite a B includono materiale dalla società cui l'articolo si riferisce.

La Corte Suprema ha stabilito che da quando W ha utilizzato le mail e il telefono nel compimento di questo complotto, è colpevole del crimine federale di frode postale e telefonica. Dalla violazione del suo dovere di tenere riservate le informazioni conosciute in virtù del suo lavoro, egli si è indebitamente appropriato di qualcosa che era di proprietà del

giornale. La disposizione, dunque, punisce come bene *materiale* la proprietà *immateriale*.

Quanto statuito nel corso della causa *Carpenter* sembra voler significare che un soggetto sarà sempre responsabile di frode postale o telefonica, quando si appropria indebitamente di informazioni riservate, anche se le informazioni non provengono direttamente dalla società le cui azioni stanno per essere negoziate.

La disposizione che punisce la frode postale e telefonica può essere invocata anche nel caso di informazioni connesse al mercato, che non siano legate in modo specifico ad alcuna azione. E questo può essere vero anche nel caso di informazioni segrete del governo. Supponiamo, per esempio, che A sia un membro della Federal Reserve e apprende mensilmente, durante gli incontri della Fed, che essa aumenterà i tassi di *interesse* per causare una depressione del mercato delle azioni. Se A vende tutte le sue azioni prima del pubblico annuncio dell'azione della Fed, certamente D sarà colpevole di frode postale e/o telefonica poiché si è indebitamente appropriato delle informazioni governative segrete e, probabilmente, poiché ha utilizzato la posta o il telefono per eseguire l'operazione.

### ***7. L'Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act del 1988***

Il Congresso con questo provvedimento ha voluto intensificare la lotta all'*insider trading*. Le maggiori novità apportate sono:

a) La possibilità, prima di tutto, concessa a un privato di agire per il risarcimento dei danni contro un *insider*. Né la

*Section 10(b)*, né la *Rule 10b-5* introdotta dalla SEC lo consentono espressamente. La *Section 20A*, aggiunta al SEA del '34, stabilisce, invece, che “*any person who violates any provision of this Title or of the Rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased or sold securities of the same class*”.

Né la *Sec. 20A* né alcuna altra parte dell’ITSEFA definisce l’*insider trading* o l’*insider* o l’informazione materiale non pubblica. Queste questioni sono lasciate alle corti, così come è sempre stato.

b) La *Section*, poi, riconosce il diritto ad agire solo a colui che è “*contemporaneous trader*”. Il soggetto, cioè, deve dimostrare che nel momento in cui l’*insider* stava negoziando sulla base delle informazioni privilegiate, egli negoziava in senso opposto, anche se non necessariamente con l’*insider*. Anche soggetti che non sono “*contemporaneous traders*”, però, possono essere danneggiati dall’*insider trading*. In merito a questo, però, la *Section 20A* nulla dice, dunque saranno i giudici a dover decidere se tali soggetti hanno o meno il diritto ad agire contro l’*insider*.

c) L’ITSEFA stabilisce chiaramente che il *tipper* è responsabile nella stessa maniera del *tippee*, anche se il *tipper* non ha beneficiato finanziariamente del suggerimento.

d) Infine, da’ la possibilità alla SEC di ottenere il risarcimento dei danni dal soggetto controllore quando il controllato è colpevole di *insider trading* (niente più della

fattispecie che abbiamo sopra analizzato). È prevista, dunque, in questo caso un'estensione della responsabilità a carico di chi aveva il dovere di controllare e non ha controllato o per volontà o per imprudenza. Anch'egli "pagherà" le conseguenze della sua negligenza proprio come se fosse un *insider*.

### **8. La *misrepresentations* o *omissions***

Sono contemplate, all'interno della letteratura e della giurisprudenza americana, alcune condotte diverse dall'*insider trading* cosiddetto "silenzioso" o ordinario, quello in cui, cioè, l'*insider* negozia a proprio o altrui vantaggio sfruttando informazioni riservate. La *Rule* 10b-5, infatti, proibisce qualunque "*fraud or deceit*" che sia connessa con l'acquisto o la vendita di azioni. Alcune false rappresentazioni della realtà, e anche alcune omissioni, possono, infatti, rappresentare una violazione della *Rule* 10b-5 anche se la fattispecie non rientra nel convenzionale caso di un soggetto che compra o vende azioni basandosi su informazioni riservate che riguardano la società le cui azioni sono negoziate.

Supponiamo che un *director*, un *officer* o un socio di controllo violano i loro doveri fiduciari relativi all'acquisto e alla vendita di azioni della società previsti dalle leggi statali. Possono essi essere responsabili di *insider trading*, anche se non sono state diffuse notizie menzognere che diano una falsa rappresentazione della realtà? Se la risposta è sì, un azionista potrebbe anche preferire l'azione per danni prevista dalle leggi federali invece che l'azione prevista dalle leggi del suo Stato, per varie ragioni di procedura (ad es., migliore scelta della sede processuale etc.). Comunque, in assenza di un'attuale falsa rappresentazione della realtà o di una mezza verità, la violazione di un dovere fiduciario previsto dalle leggi statali non consente di procedere per violazione della *Rule* 10b-5.

Consideriamo il caso di un *insider* che mente al *board of directors* o al comitato remunerazione e induce loro a vendergli le azioni ad un prezzo favorevole. C'è chiaramente, in questo caso, la violazione della regola federale sull'*insider trading*, anche se la negoziazione ha avuto luogo direttamente con la società.

Consideriamo ora, invece, il caso molto più complicato in cui un soggetto, A, viola il *fiduciary duty* verso la società della quale è *insider*, ma la violazione non è avvenuta attraverso una falsa rappresentazione della realtà o attraverso la non-*disclosure* di notizie che dovevano essere divulgate. Può A essere colpevole di *insider trading*, o meglio può A essere considerato un “*constructive insider*” secondo quanto affermato poco sopra? La risposta è stata “no” nella causa *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*<sup>51</sup>.

Nei fatti: La Santa Fe Industries, una società, possiede il 95% delle azioni della società Kirby Lamber. Per acquisire il restante 5%, la Santa Fe ha tentato una fusione a breve *termine*. Secondo la legge del Delaware sulle società, *Section 253*, una società madre che possiede più del 90% delle azioni della società figlia, con l'approvazione dei *directors* della società madre, può fondersi con la società figlia e liquidare i rimanenti azionisti. La Santa Fe ha assunto una serie di periti per determinare il valore delle azioni della Kirby. I periti hanno valutato il valore delle azioni a \$125 ciascuna. La Santa Fe ha, allora, offerto agli azionisti di minoranza \$150 ad azione. Molti degli azionisti di minoranza (guidati da Green) hanno intentato causa al fine di bloccare la fusione.

---

<sup>51</sup> 430 U.S. 462 (1977)

Green in giudizio ha sostenuto che il vero valore delle azioni era di \$772 cadauna, e che la Santa Fe aveva fraudolentemente stimato le azioni. Green aveva, dunque, sostenuto che tale frode costituiva violazione della *Rule 10b-5*. E aveva anche sostenuto che la stesa fusione costituiva violazione della *Rule 10b-5* poiché era stata posta in essere senza alcuno scopo sociale e senza che fosse comunicata in tempo ai soci di minoranza.

La corte ha in prima istanza dato ragione alla Santa Fe, poiché Green non ha dato prova che il titolo fosse stato significativamente sottovalutato. Green ha proposto appello.

La Corte d'Appello, d'accordo sul fatto che Green non avesse ragione nel sostenere che le azioni fossero state sottovalutate, ha però sostenuto che la violazione del fiduciary duty da parte della maggioranza nei confronti della minoranza costituisse violazione della *Rule 10b-5*, anche senza l'accusa di frode o falsa rappresentazione della realtà.

La Santa Fe ha impugnato la sentenza e la Corte Suprema le ha dato ragione. Secondo la Corte, infatti, la *Rule 10b-5* proibisce solo le condotte che implicano manipolazione o inganno. La Corte ha sostenuto che la norma è stata introdotta per assicurare un'informazione completa, non è stata progettata per essere utilizzata come invece Green stava cercando di utilizzarla.

La Corte, dunque, ha sostenuto che la questione doveva essere risolta a livello statale e non a livello federale.

### **8.1 *Misrepresentation* senza negoziazione**

Prendiamo adesso il caso di una società o di uno dei suoi amministratori esecutivi che dichiara il falso, ma senza negoziare in azioni della società. Può la società o il suo

amministratore essere colpevole di *insider trading* secondo le leggi federali? La risposta è sì, basta solo che l'altro soggetto abbia comprato o venduto azioni della società facendo affidamento su quelle informazioni. Colui che cita in giudizio l'*insider* deve, però, provare l'intento di ingannare (*scienter*). Se l'*insider* diffonde false informazioni, ma lo ha fatto senza intento fraudolento, non sarà responsabile di *insider trading*, ferma la regola che se il soggetto fa dichiarazioni senza essere certo se sia vera o falsa, egli sarà ugualmente responsabile poichè l'imprudenza e la negligenza, ossia la superficialità con cui ha reso le dichiarazioni costituiranno intento ingannatorio.

Il problema delle dichiarazioni false senza che vi sia negoziazione di azioni sorge molto frequentemente nel caso di una società che sta subendo una fusione segreta. La società target, infatti, potrebbe avere tutto l'interesse a non ammettere pubblicamente la fusione in corso. Primo, l'attore può insistere che la notizia non sia diffusa poiché non vuole essere coinvolto in una guerra di offerte, e intende negoziare segretamente o non negoziare affatto. Secondariamente, la società target potrebbe avere l'impressione, forse abbastanza ragionevolmente, che le discussioni siano solo preliminari e speculative, e che la diffusione della notizia attribuirebbe molta più importanza alle discussioni di quanto esse non meritino in realtà. Infine, la società target potrebbe preoccuparsi che l'ammissione pubblica delle trattative di fusione potrebbe mettere "in gioco" la società, ad es. sottoporla ad una serie di offerte pubbliche dove il management ha poca scelta se non vendere a chi offre di più.

Dunque, la questione diventa: se iniziano a diffondersi *rumors* su una possibile fusione, può la società *target* negare, così però affermando il falso, che le trattative siano in corso? La risposta è "no", secondo la letteratura statunitense: se sono

in corso negoziazioni preliminari, la società non può assolutamente fare dichiarazioni del tipo “Non ci sono negoziazioni di fusione in corso” o “Crediamo che non vi sia nessun motivo per cui il prezzo e il volume delle negoziazioni delle azioni stia crescendo”. Sono, però, possibili due escamotage: a) il primo potrebbe essere quello di qualificare la notizia come non “*material*”. E la notizia non è “*material*” se un investitore ragionevole non considera quella notizia importante al fine di decidere se comprare, vendere o astenersi dalla negoziazione. In questo caso una dichiarazione diversa dal vero non rappresenta una falsa rappresentazione della realtà, un inganno; b) la società può non essere responsabile, se poste alla stessa domande in merito alle trattative essa risponde un secco “*no comment*”<sup>52</sup>. Naturalmente, se la società nega sempre esplicitamente e francamente le trattative di fusione quando non sono in sospeso, e poi all’improvviso cambia la sua dichiarazione con un ‘*no comment*’, questo potrebbe essere visto come una conferma in fatto di eventuali *rumors* su una trattativa di fusione, che presumibilmente la società vuole tenere segreta. Dunque, la cosa più saggia per la società è adottare sin dall’inizio la politica del ‘*no comment*’ per ogni eventuale fusione, vera o falsa che essa sia.

Se le trattative sono in corso e la società utilizza la politica del ‘*no comment*’, la società e gli *insiders* consapevoli delle trattative non possono, però, in nessun caso, altrimenti questo costituirebbe una negoziazione sulla base di informazioni riservate, dunque *insider trading*, comprare o vendere azioni della società.

Infine, anche se un *insider* non negozia, l’uso della politica del ‘*no comment*’ quando sono in realtà in corso trattative

---

<sup>52</sup> Come la corte ha sostenuto nel caso *Basic Inc.* “*Silent, absent a duty to disclose, is not misleading under Rule 10b-5. ‘No comment’ statements are generally the functional equivalent of silence*”.

importanti, probabilmente potrebbe violare i requisiti di qualunque borsa sulla quale le azioni sono negoziate<sup>53</sup>.

Infine, è rilevante stabilire se un soggetto, che cita in giudizio un altro che ha divulgato una notizia falsa, deve egli stesso dimostrare che era direttamente a conoscenza di o aveva fatto affidamento sulla notizia falsa. La risposta è no, poiché egli può addurre la teoria della “*fraud on the market*”, secondo la quale si presume che egli abbia fatto affidamento sull’informazione poi rivelatasi falsa, nel senso che l’informazione falsa ha condizionato il prezzo di mercato nel quale il soggetto ha concluso la sua negoziazione. Anche se un soggetto, poi, non ha alcun legame con l’emittente può commettere frode e, dunque, essere responsabile di *insider trading* secondo le leggi federali, se sapeva o ha diffuso con imprudenza un’informazione falsa che riguardava l’emittente o le sue azioni.

## **8.2 Dichiarazioni rese tenendo nascosta la propria posizione azionaria**

L’occultamento della propria posizione azionaria può in qualche caso costituire una sorta di “*misrepresentation* or omission” che può dare origine a responsabilità secondo la *Rule* 10b-5, anche in assenza di una convenzionale condotta di *insider trading*.

Un esempio potrebbe chiarire la fattispecie. A è un giornalista finanziario di un Magazine. Acquista azioni della società X e successivamente pubblica un articolo, nella sezione finanziaria del giornale, nel quale ha accuratamente riassunto le caratteristiche positive della società X e incoraggia i suoi

---

<sup>53</sup> Vedi, per es., il New York Stock Exchange Company Manual, paragrafi 202.03 e 202.05.

lettori a comprare le azioni di quella società (egli intende influenzare il prezzo di mercato delle azioni così che possa vendere tutto con profitto se le azioni crescono). Le azioni salgono e A riesce a vendere tutto realizzando il profitto sperato. L'articolo di A ha omesso di menzionare la posizione azionaria dello stesso all'interno della società X. Anche se l'articolo è stato scritto in modo accurato (nel senso che lo stesso non contiene alcuna notizia falsa o ingannevole), A probabilmente ha violato la *Rule* 10b-5 poiché ha ingannato i suoi lettori omettendo una notizia rilevante e fuorviando gli stessi (egli, cioè, non ha detto loro che egli era un'ulteriore ragione delle sue raccomandazioni). Inoltre, quella di A potrebbe essere anche manipolazione del prezzo delle azioni della società X, che vedremo successivamente.

### **8.3 L'omissione da parte di un *non-trader***

Supponiamo adesso che un'emittente o un *insider* restino, semplicemente, in silenzio, ad es. omettano di divulgare informazioni "*material*" di cui sono in possesso. Fino a quando l'emittente o l'*insider* non pongono in essere un inganno e fino a quando non acquistano o vendono azioni dell'emittente durante il periodo in cui non divulgano la notizia, non c'è violazione della *Rule* 10b-5. Questo è vero anche se nel mercato iniziano a circolare velocemente *rumors* e il prezzo delle azioni e il volume delle negoziazioni ne siano stati pesantemente colpiti.

Vi sono, però, due eccezioni alla regola generale secondo cui la società non può essere ritenuta responsabile di *insider trading* semplicemente per non aver divulgato la notizia:

i) fuga di notizie dalla società o dai suoi agenti. Se i *rumors* sono il risultato di una fuga di notizie, l'emittente ha

probabilmente il dovere di confermare se i rumors sono corretti o meno<sup>54</sup>;

ii) coinvolgimento nelle dichiarazioni di un *outsider*: l'emittente può essere coinvolta nelle dichiarazioni di un soggetto diverso da un *insider* così che l'emittente sarà giudicata avere il dovere di correggere gli errori materiali nelle dichiarazioni dell'*outsider*<sup>55</sup>.

### 9. La regola dello “*short swing*” e la *Section 16(b)*

Le leggi federali contengono un'altra previsione molto importante, originariamente prevista per combattere l'*insider trading*, la *Section 16(b)* SEA del 1934: “*For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by [any beneficial owner of more than 10% of a class of stock], director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity securities of such issuer...within any period of less than six months...shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months... This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and*

---

<sup>54</sup> Così i giudici hanno deciso nella causa *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp.*, 592 F. Supp. 592 (1984)

<sup>55</sup> Un esempio: A, un analista finanziario, presenta le stime dei prossimi risultati trimestrali della società X al *director* responsabile dei rapporti con gli investitori, P. P sa che le stime presentategli sono fin troppo ottimiste, ma non dice nulla. A diffonde sul pubblico le stime e il pubblico è fuorviato sul prezzo delle azioni della X e le azioni cadono in picchiata quando i veri rendimenti sono pubblicati. La società e anche l'amministratore potrebbero essere responsabili di *insider trading* sulla base della teoria che il silenzio dell'amministratore era un'implicita affermazione che le stime di A fossero accettabili. P, dunque, attraverso l'omissione avrebbe ingannato e fuorviato l'investitore, dando luogo a “*misrepresentation o omission*”.

*purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by Rules and regulations may exempt...”.*

Come già anticipato sopra, se un *insider* (*director, officer* o un *beneficial owner* del 10% di azioni) acquista e poi vende, o vende e acquista azioni, nell’arco di tempo di sei mesi, i profitti della negoziazione devono essere automaticamente restituiti alla società emittente le cui azioni sono state oggetto di negoziazione. Nel promulgare questa norma la Commissione ha ritenuto che una norma di tal fatta avrebbe potuto impedire molte condotte di *insider trading*. Essa trova applicazione automatica: se un soggetto, definito *insider* secondo le regole federali, compra azioni della sua società il 1 febbraio e le vende raggiungendo un profitto il 1 giugno, o viceversa, deve automaticamente restituire i profitti della transazione alla società, senza che sia necessario provare il possesso di informazioni riservate.

La norma contiene l’indicazione specifica di chi è considerato *insider: director, officer* e azionista con più del 10% delle azioni della società. Dunque, un soggetto che potrebbe essere definito “*actual o constructive*” *insider* secondo i presupposti della *Rule 10b-5* potrebbe non esserlo secondo i requisiti della *Section 16(b)*<sup>56</sup>. Soltanto i primi, che hanno azioni registrate alla SEC, secondo quanto stabilito dalla *Section 12 SEA* del 1934, sono presi in considerazione nella disposizione di cui alla *Section 16(b)*. Essa, peraltro, non trova applicazione per tutte le società, ma soltanto quando ad essere negoziate sono azioni delle *public companies americane*. Ogni acquisto o vendita che potrebbe ricadere nella *Section 16(b)*,

---

<sup>56</sup> Per es., un avvocato o un *investment banker* che divulga informazioni sulla società o un impiegato di basso livello al quale succede di venire a conoscenza di informazioni riservate durante lo svolgimento del suo lavoro non è *insider* secondo la *Section 16(b)* a meno che non è un *officer*, un *director* o un azionista che possiede il 10% delle azioni (qualunque azione) della società.

per espressa previsione normativa, deve essere comunicata alla SEC (ex *Section 16(a)*). Qualunque *insider*, che è tale secondo la definizione contenuta nella *Section 16(b)*, deve, infatti, compilare un format dal quale risulti la sua proprietà azionaria all'interno della società, nel termine di dieci giorni da quando la proprietà cambia. La SEC rilascia questa informazione al pubblico e avvocati finanziari di compagnie private li esaminano cercando eventuali operazioni “*short-swing*”.

La *Section 16(b)* può interessare chi non sta nei fatti negoziando sulla base di informazioni riservate, ma è vero anche il contrario: un attento *insider*, infatti, potrebbe non essere responsabile sulla base della *Section 16(b)*, anche se sta palesemente negoziando sulla base di informazioni privilegiate. Ad es., se A compra azioni della società X di cui è presidente il 2 gennaio, acquisto basato sulla conoscenza del fatto che la società presto rilascerà notizie positive, egli eviterà di essere responsabile secondo la *Section 16(b)*, purché egli non negozi su quelle azioni fino, al massimo, al 3 luglio.

### **9.1 L'insider secondo la *Section 16(b)***

Abbiamo già ripetuto più volte che secondo tale norma federale, l'*insider* è un *officer*, un *director* o chiunque sia direttamente o indirettamente l'azionista che possiede più del 10% di qualunque classe di azioni. Scendiamo più nello specifico.

A differenza del *director*, definire un *officer* secondo i presupposti della *Section 16(b)* non è semplice. La dottrina americana, infatti, ha lungamente affrontato il problema. La *Rule* della SEC 3b-2, che si applica alla *Section 16(b)*, definisce l'*officer* come “[a] *president, vice president, secretary, treasurer or principal financial officer, comptroller*

*or principal accounting officer, and any person routinely performing corresponding functions with respect to any organization whether incorporated or unincorporated”.*

Colui che rientra, dunque, nei soggetti di cui alla prima frase è automaticamente un *insider*. Inoltre, anche una persona che non è in possesso delle qualità elencate nella *Rule 3b-2* può essere considerato un “*officer*”, se nei fatti si comporta come se lo fosse. Questo è essenzialmente l’approccio funzionale di dottrina e giurisprudenza all’interpretazione della seconda frase della *Rule 3b-2*. Dunque, anche un soggetto che possiede il titolo di semplice “*production manager*” potrebbe essere considerato un *officer* punibile secondo il disposto della *Rule 16(b)*, se è dimostrato che egli essenzialmente era un lavoratore esecutivo in grado, probabilmente, per la funzione svolta, di ottenere informazioni riservate sulla società.

Problemi ancora più difficili pone la definizione di azionista di più del 10% di qualunque categoria di azioni.

Innanzitutto non è necessario il possesso del 10% del patrimonio netto totale della società. Per es., se il patrimonio della società è diviso in 1,000,000 di azioni ordinarie e in 1,000,000 di azioni privilegiate, un soggetto rientra nella previsione della *Section 16(b)* anche se possiede 100,001 azioni privilegiate.

Peraltro, la *Section 16(b)* si applica anche a colui che sia indirettamente possessore di più del 10% di azioni della società. Le azioni, in questo caso, saranno attribuite al soggetto A come se fosse indirettamente pieno proprietario da B. La conseguenza sarà che A e B sono trattati come una sola persona, così che: i) una vendita di azioni quotate a nome di A potrebbe competere con un acquisto a nome di B; o ii) un acquisto e una vendita di azioni a nome di A può rientrare nella

*Section 16(b)* poiché B è un *director* o un *officer* della società anche se A non lo è.

Infine, una precisazione è d'obbligo per quel che riguarda la definizione di *director*: una società può essere considerata un *director* di altra società se la prima nomina uno dei suoi dipendenti all'interno del *board* della seconda.

Quando, però, un compratore/venditore deve essere considerato un *insider*. Un soggetto, perché si possa applicare la *Section 16(b)*, deve essere un *insider* sia al momento dell'acquisto sia al momento della vendita, o basta che sia *insider* solo in uno dei due momenti? La risposta è differente a seconda che lo status di *insider* provenga dall'essere il soggetto da un lato un *director* o un *officer*, dall'altra un beneficiario.

Se un soggetto è un *officer* o un *director* o al momento dell'acquisto o al momento della vendita di azioni, ad esso sarà applicabile la *Section 16(b)* anche se non ha più lo status al termine della negoziazione<sup>57</sup>.

La regola è, però, differente per gli azionisti con più del 10% di azioni. Secondo l'ultima frase contenuta nella *Section 16(b)* sopra riportata, l'intera sezione non si applica ad alcuna negoziazione “*where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and the purchase, of the security involved...*”. Dunque, è chiaro che un soggetto è azionista ai fini della regola federale solo se fino alla fine della negoziazione egli mantiene il suo status di azionista del più del 10% di azioni. A questo punto, però, è lecito chiedersi: dobbiamo considerare come tale anche

---

<sup>57</sup> Vedi CARY -EISENBERG, *Cases and Materials on Corporation*, Ed. 7, Unabridged, 1995, p. 963 - 964

l'acquisto in seguito al quale un soggetto arriverà a possedere più del 10%? Così come l'eventuale vendita che porta il soggetto a possedere meno del 10%?

Certamente, l'acquisto in seguito al quale un soggetto possiede più del 10% di azioni non rileva ai fini della *Section 16(b)*, nel senso che l'acquisto di azioni non sarà il primo sintomo di un'operazione di "*short-swing*" a meno che il soggetto non posseda più del 10% già prima dell'acquisto medesimo<sup>58</sup>. Tale interpretazione ha senso, poiché si cerca di prevenire l'acquisto sulla base di informazioni privilegiate e la vendita delle azioni poco dopo. Un soggetto che nel momento in cui decide di acquistare altre azioni dell'emittente non è ancora proprietario del 10% delle stesse, non è un *insider*, dunque, non in possesso di informazioni particolari sulla società<sup>59</sup> che gli consentano di agire a discapito di altri.

È, invece, differente il caso di un soggetto che in seguito alla vendita di azioni si ritrova con una percentuale di azioni inferiore al 10%. Supponiamo che A abbia già la proprietà di più del 10% di azioni della società e il 1 febbraio acquista altre azioni. Il 1 marzo vende e in seguito all'operazione egli si ritrova con meno del 10% delle azioni. Può la vendita del 1 marzo scontrarsi parzialmente con l'acquisto del 1 febbraio o possiamo valutare lo status di A dopo la vendita? La risposta a questa domanda non è ancora certa. Però, proprio per quanto detto sopra, visto l'obiettivo della *Section 16(b)*, lo status di A dovrebbe essere valutato prima della vendita, nel momento cioè in cui il soggetto decide di vendere, perché in quel momento egli è ancora proprietario di più del 10% delle azioni, dunque, presumibilmente, egli potrebbe avere accesso ad

---

<sup>58</sup> La Corte Suprema si è espressa in tal senso nella causa *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.*, 423 U.S. 232 (1976)

<sup>59</sup> Così CLARK, *Corporate Law*, 1986, p. 297 - 298

informazioni privilegiate sulla società e negoziare sulla base di queste<sup>60</sup>.

Supponiamo, ancora, che A abbia il 13% della società X e in sei mesi dall'acquisto astutamente ha compiuto non una, bensì due operazioni di vendita per liberarsi delle azioni: prima ha venduto il 3,5%, poi il 9,5%. Naturalmente, A sosterrà che egli è responsabile secondo la legge federale solo per la prima vendita, eventualmente, del 3,5%, ma non per la seconda, poiché al momento della seconda vendita egli non possedeva, come invece richiesto dalla norma, più del 10% delle azioni, bensì solo il 9,5%. La Corte Suprema è d'accordo con questa teoria, nonostante l'obiezione di chi sostiene che entrambe le vendite dovrebbero rientrare nella stessa fattispecie in quanto entrambe fanno parte di uno stesso disegno, di uno stesso piano<sup>61</sup>.

## 9.2 Il calcolo della somma da restituire alla società

Abbiamo detto che colui che pone in essere operazioni di “**short-swing**” deve restituire tutti i profitti ottenuti con l'acquisto e poi la vendita delle azioni, se l'operazione è avvenuta in sei mesi, o viceversa. Quando, però, gli acquisti o le vendite sono più, il concetto di profitto diventa più ambiguo. Le corti, comunque, ciò che in realtà hanno fatto è stato eseguire il calcolo in modo che il totale fosse il massimo profitto realizzabile dall'operazione. In altre parole, i giudici prenderanno le azioni che hanno il prezzo di acquisto più basso e le confronteranno con le azioni che hanno il prezzo di vendita più alto, ignorando qualunque perdita possa prodursi attraverso questo metodo. I giudici non confrontano i numeri dei certificati azionari per determinare i profitti provenienti dalla vendita di particolari azioni. Peraltro, paradossalmente,

---

<sup>60</sup> Così CLARK, cit., p. 298

<sup>61</sup> Così nella causa *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.*, 404 U.S. 418 (1972)

un *insider* potrebbe dover sganciare i “profitti” anche se egli ha subito una forte perdita durante la negoziazione nei sei mesi di “short-swing”.

La conseguenza di quanto finora esposto è che se un *insider* vende le azioni che ha acquistato, o acquista azioni che ha venduto, nell’arco di tempo di sei mesi, egli lo fa a suo rischio e pericolo.

### **10. La *Efficient Capital Market Hypothesis***

La maggior parte della dottrina e delle corti si è servita e si serve di questa dottrina economica per comprendere i problemi relativi all’*insider trading*. Secondo tale dottrina (da ora ECMH) il prezzo delle azioni riflette sempre le informazioni disponibili. In altre parole, la ECMH afferma che se in un particolare giorno un’azione quotata è venduta per \$126, tale cifra riflette ogni informazione conosciuta relativamente ai prospetti di quotazione, e dunque il prezzo al quale l’azione è negoziata può essere considerato il valore reale dell’azione.

Sono riconosciute tre diverse forme di ECMH: una forma debole, una forma semi-forte e una forma forte.

La forma debole: secondo la forma debole, i prezzi riflettono pienamente tutte le informazioni che sono contenute nello schema storico dei prezzi di mercato, ma non è in grado, semplicemente guardando l’andamento dei prezzi nel passato, predire il corso futuro del prezzo di quella *determinata* azione. Per dirlo con altre parole, l’andamento del prezzo delle azioni è casuale. Per esempio, il mero fatto che l’azione IBM sia salita per tre giorni di fila, non aumenta, affatto, la probabilità che aumenti anche il quarto giorno. Dagli economisti questa

forma della ECMH è molto accettata, ma non è molto rilevante per il problema dell'*insider trading*.

Forma semi-forte: il prezzo riflette tutte le informazioni rese pubbliche, incluse quelle del rendiconto finanziario. Così, se le azioni IBM sono negoziate in un particolare giorno a \$126 per azione, qualunque informazione abbia il pubblico in relazione alla prospettiva di affari della IBM è già riflesso sul prezzo dell'azione, pari a \$126. Se viene accettata questa versione della ECMH, cioè che il valore dell'azione IBM è sempre esattamente riflesso nel prezzo al quale la stessa è negoziata sul mercato, nella misura in cui tale valore può essere *determinato* dalle informazioni che sono rese pubbliche sul mercato, allora emergono due corollari: 1) un investitore che non possiede le informazioni riservate non può mai sistematicamente *battere* il mercato, e di conseguenza la professione di 'analista finanziario' non vale niente: 2) un investitore può sempre comprare qualunque azione in ogni tempo al costo attuale di mercato senza preoccuparsi se il prezzo è troppo alto o troppo basso, perché il prezzo sarà sempre 'equo', nel senso che esso sarà sempre il riflesso delle informazioni diffuse sul mercato.

Questo secondo corollario è particolarmente significativo per l'*insider trading*, perché fornisce una strada all'investitore che ha comprato senza avvalersi di informazioni riservate a dimostrare che è stato danneggiato<sup>62</sup>.

Questa forma della ECMH è comunemente accettata dagli economisti. Attualmente, al fine di analizzare l'*insider trading*, non è importante se il vero valore della società è sempre riflesso nelle sue azioni. Tutto ciò che è richiesto è che le

---

<sup>62</sup> Per esempio, supponiamo che un investitore acquisti azioni di una compagnia petrolifera, il 3 luglio, a \$30 per azione. Egli potrebbe dire: "Io ho fatto affidamento sul fatto che \$30 dollari fosse il valore equo delle azioni della compagnia, perché so che il mercato riflette sempre tutte le informazioni disponibili in relazione alle prospettive della compagnia. Se il Presidente della compagnia avesse diffuso la notizia che non era stato trovato tanto petrolio come preventivamente annunciato, il prezzo delle azioni sarebbe sceso, avrei pagato \$20 ad azione e non \$30 e avrei evitato una perdita di \$10".

nuove informazioni pubbliche si riflettano rapidamente sul prezzo delle azioni.

Forma forte: la versione forte della teoria afferma che i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni, anche quelle riservate e non pubbliche. C'è, però, una serie di fattori che fa propendere per la non correttezza di questa teoria. Per esempio, i prezzi delle azioni non riflettono sempre le informazioni che sono conosciute dagli *insiders*, ma non dal pubblico. Se questo è vero, significa che: 1) gli *insiders* hanno davvero un forte incentivo a negoziare basandosi su informazioni riservate; 2) gli *insiders* che negoziano sulla base delle informazioni riservate di cui dispongono finiranno, ingiustamente, per arricchirsi a differenza degli *outsiders* che hanno giocato il medesimo gioco, ma partendo da basi differenti.

### **11. L'*insider trading* non è negativo per il mercato, anzi può avere effetti benefici sullo stesso**

Una piccola parte della dottrina, sin dall'emanazione delle regole anti-frode, ha creduto e crede tuttora che l'*insider trading* non sia una pratica del tutto nociva del mercato, ma che, anzi, possa sullo stesso avere diversi benefici e dovrebbe, dunque, essere tollerato, se non addirittura incoraggiato. La dottrina favorevole all'*insider trading* risale a Manne<sup>63</sup>.

Due sono i principali argomenti portati a sostegno dell'*insider trading*:

---

<sup>63</sup> MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, cit., fautore della *Efficient Capital Market Theory*, secondo cui l'*insider trading* è lecito e utile alla luce dei riflessi complessivamente positivi che lo stesso, in termini di efficienza, sarebbe in grado di produrre sul mercato dei capitali, su quello del controllo e su quello del *management*.

1) Il mercato dei prezzi riflette rapidamente le nuove informazioni: l'*insider trading* creerebbe il prezzo dell'azione di una società per riflettere meglio nuovi (inaspettati) sviluppi. Ci sono due benefici nascosti, in questo: a) il prezzo delle azioni cambia in modo più regolare; b) il prezzo dell'azione è, quasi sempre, molto più vicino al suo vero valore rispetto a quando non c'è *insider trading* e quelle che prima erano informazioni riservate sono all'improvviso rese pubbliche. Inoltre, sarebbero, secondo questa dottrina, aiutati anche gli *outsiders* dall'*insider trading*: una persona che si trova dal lato opposto della negoziazione con un *insider*, probabilmente, vende a un prezzo più alto quando c'è una buona notizia riservata o compra a un prezzo più basso quando c'è una cattiva notizia non ancora resa pubblica rispetto all'eventualità in cui un *insider* non stia negoziando.

L'argomento è stato, però, confutato dalla maggiore dottrina statunitense. Invero, un soggetto che compra dalla vendita di un *insider* o che vende ad un *insider* forse può farlo ad un prezzo molto più vantaggioso a causa dell'*insider trading*, ma questo prezzo migliore non è mai buono come il prezzo al quale l'*outsider* potrebbe negoziare se fosse a conoscenza di tutte le informazioni possibili prima della negoziazione. Il compratore-*outsider* vedrà il crollo delle azioni una volta che l'informazione è stata divulgata in seguito all'acquisto e il venditore-*outsider* vedrà un aumento delle stesse a seguito della diffusione della notizia successiva alla vendita.

La contro argomentazione addotta dai sostenitori della teoria è che spesso la divulgazione in un particolare momento

potrebbe essere prematura e potrebbe danneggiare gli stessi interessi dei soci<sup>64</sup>.

2) Il secondo argomento utilizzato a favore della teoria su richiamata è che l'*insider trading* porta ragionevolmente ad un indennizzo per i *managers* e dall'altro lato fornisce agli stessi un incentivo in più a rischiare nelle operazioni societarie. "Un imprenditore, infatti, rischia di più se sa di poter trarre profitto dalla vendita poco prima di divulgare al pubblico la notizia del fallimento"<sup>65</sup>. Peraltro, consentire agli amministratori di negoziare sulla base di informazioni riservate può portare ad una compensazione dei costi. Secondo questa dottrina, infatti, consentire agli amministratori di negoziare significherebbe pagare agli stessi salari più bassi, perché i profitti da *insider trading* costituirebbero la compensazione per il salario basso che ricevono. Pagare meno gli amministratori è positivo per la società perché riduce i costi di compensazione, e ciò che è buono per la società lo è anche per gli azionisti.

La critica a tale argomento è che se esso fosse considerato corretto, un imprenditore non avrebbe incentivo a verificare la bontà o meno della propria società, potendoci guadagnare in entrambi i casi. La maggior parte degli *insiders* non sono imprenditori della società che se correttamente motivati contribuiranno a dotare la stessa di un valore vero, ma spesso si tratta di soggetti che si trovano a un livello più basso, semplici funzionari che non hanno un reale impatto sul valore

---

<sup>64</sup> Nel caso dell'esempio della compagnia petrolifera, la società potrebbe non avere un valido interesse a divulgare la notizia fino a quando non abbia firmato un contratto di sfruttamento delle risorse minerarie di una proprietà limitrofa, contratto che stipulerebbe a un prezzo inferiore rispetto al caso in cui divulgasse la notizia di aver trovato il petrolio. Pertanto, una diffusione della notizia immediata, prematura, non è la risposta. I difensori di questa teoria hanno sostenuto che l'*insider trading*, che fa aumentare i prezzi senza divulgare la notizia del nuovo giacimento petrolifero, crea un prezzo "più vero" senza danneggiare gli interessi della società.

<sup>65</sup> SOLOMON-SCHWARTZ-BAUMAN-WEISS, *Corporations – Law and policy*, 1994, p. 914

della società e che non hanno dunque bisogno degli incentivi che l'*insider trading* potrebbe portare ai gestori<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> Vedi anche PINTO-BRANSON, *Company Law*, cit., p. 425

## **Capitolo II**

### **L'esperienza italiana alla luce della Direttiva Europea**

## **1. L'evoluzione normativa dell'*insider trading* e della fattispecie di aggio (oggi manipolazione del mercato)**

Nel corso degli ultimi vent'anni, vi è stata in materia ampia legislazione nei paesi dell'Unione Europea.

In Italia, solo negli anni novanta, con la legge 157/1991, è stato individuato e sanzionato il fenomeno illecito dell'“*insider trading*”, che trova precedenti in numerose legislazioni straniere dove il reato era già conosciuto fin dai primi decenni del secolo, prima fra tutte quella statunitense<sup>67</sup>. La legge del 1991 dava attuazione alla Direttiva 89/592/CEE del 13 novembre 1989 e sottolineava la rilevanza penale del fenomeno di abuso di informazioni privilegiate, affiancandovi sanzioni amministrative. Essa rispecchiava il dibattito che l'aveva preceduta, relativo all'opportunità di reprimere il fenomeno ricorrendo alla sanzione penale: soluzione di compromesso<sup>68</sup> tra coloro che ritenevano sufficiente la disciplina civilistica e coloro che ritenevano necessario affiancare alla “repressione” civilistica la repressione penale.

---

<sup>67</sup> Negli USA il primo atto legislativo che ha previsto e punito il reato di *insider trading* è il Securities Exchange Act 1934, alla *Section* 16, senza dimenticare la *Rule* 14e – 3 e la *Rule* 10b – 5, elaborate sempre dal SEA 1934. La legislazione americana in materia di abuso di informazioni privilegiate costituisce, e ha costituito, valido esempio di metodi e mezzi per punire il reato di *insider trading*. Non si può, infatti, negare un'applicazione extra-territoriale di *Securities Laws, Foreign Issuers e Anti-Fraud Provisions*: “*The extraterritorial dimension of US anti-fraud laws merits discussion because of the close links between US and UK Securities markets. US Securities laws can expose UK persons and other non-US persons to civil and criminal liability for insider dealing and market manipulation. Most US case law addressing the extra-territorial application of US securities laws focuses on the anti-fraud provisions of the Securities and Exchange Act 1934*”, RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY, *Market Abuse and Insider Dealing*, Tottel, 2008, p. 266. Senza dimenticare le pronunce giurisprudenziali che nei sistemi di common law sono la legge, creando i cc.dd. precedenti. Le *Rule*, infatti, possono avere una così vasta interpretazione che l'ultima parola spetta ai giudici, sulla base del caso concreto e della pronuncia giurisprudenziale. Nel Regno Unito il FSMA 2000 disciplina il *Market Abuse* e prevede nove tipi di comportamenti che possono integrare abusi di mercato: le prime tre disciplinate integrano la condotta di *insider trading*, le altre sei di manipolazione del mercato (*subSections* (2) to (8) of FSMA 2000); il CJA 1993 prevede, invece, il reato di *Insider dealing*, penalmente sanzionato; in questo caso il reato può essere compiuto solo da un individuo, non anche da una società, a differenza dell'abuso di mercato e i concetti di *regulated market, inside information, insider dealing* usati nel CJA 1993 sono leggermente differenti rispetto a quelli utilizzati nel FSMA 2000, ma sostanzialmente si eguagliano.

<sup>68</sup> Già FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in Riv. Soc., 1991, p. 980 ss., manifesta le perplessità di reprimere penalmente il reato e sottolinea come, in campo economico, il fenomeno sia percepito come fattore di vivacizzazione del mercato;

La legge del 1991 ha aperto le porte alla legislazione dell'*insider trading* in Italia e con il passare del tempo ha lasciato la strada alla legge Draghi del 1995, poi Testo Unico in Materia Finanziaria conosciuto più comunemente con il nome di tuf (d.lgs. 1998, n. 58)<sup>69</sup>.

Non così per l'ipotesi oggi denominata manipolazione del mercato. Nella forma del reato di aggioaggio, esso era disciplinato dall'art. 501 c.p., rubricato "Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio", a norma del quale "Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da euro 516 a euro 25.822. Se l'aumento o la diminuzione del prezzo delle merci o dei valori si verifica, le pene sono aumentate. Le pene sono raddoppiate: 1) se il fatto è commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri; 2) se dal fatto deriva un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo. Le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli

---

<sup>69</sup> Relativamente recente è anche la legislazione inglese: si comincia a parlare di "*insider dealing*" solo nel *Financial Services Act* 1986, alla *Section* 47 (2). Non dobbiamo comunque dimenticare che l'Inghilterra è un paese di common law, e in giudici già nell'800 non vedevano di buon occhio le pratiche di manipolazione del mercato. Nel caso *Rubery vs Grant* (1871) il giudice affermò: "*going into the market pretending to buy shares by a person whom you put forward to buy them, who is not really buying them, but only pretending to buy them, in order that they may be quoted in the public papers as bearing a premium, which premium is never paid, is one of the most dishonest practices to which men can possibly resort*"... "*there is a class of people who think it is legitimate mode of making money, but if they would only examine it for a moment they would see that a more abominable fraud, and one more difficult of detection, cannot be found*". L'approccio del diritto statunitense è, in parte, differente: "*the essence of U.S. Rules on insider trading is that insiders must either abstain from trading on undisclosed information or release this information to the public before they trade*"; ALI-GREGORIOU, *Insider trading. Global Developments and Analysis*, cit. 2009

pubblici italiani. La condanna importa *interdizione* dai pubblici uffici”.

Il reato era stato poi articolato nelle diverse forme dell’aggiotaggio societario (art. 2628 c.c.), dell’aggiotaggio bancario (art. 138 tub), dell’aggiotaggio su strumenti finanziari (art. 181 tub). In seguito al d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, le ipotesi di aggiotaggio su strumenti finanziari e di aggiotaggio bancario furono abrogate e confluirono nell’art. 2637 c.c., inserito tra le disposizioni del Titolo undicesimo dedicato alle disposizioni penali in *materia* di società e di consorzi, il quale conteneva il riferimento sia agli strumenti quotati in borsa, sia a quelli non quotati: era prevista un’unica ipotesi di reato.

Con la legge 18 aprile 2005, n. 62 è stato sostituito l’art. 2637 c.c., rubricato “Aggiotaggio”, il quale recita: “Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile *alterazione* del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull’affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni”.

Il bene protetto è la rilevanza pubblicistica del mercato inteso come “spazio ideale nel quale gli scambi e i flussi di denaro devono [svolgersi] in una situazione di parità di condizioni per tutti i soggetti che vi devono operare, garantite da un sistema di regole che tuteli in massimo grado non solo l’uniformità delle procedure imposte dalle Authority, ma

soprattutto la trasparenza delle informazioni disponibili, perché le scelte degli investitori siano correttamente indirizzate”<sup>70</sup>.

Dalle disposizioni citate si evince come con il TUF non siano state introdotte nuove fattispecie di reato, ma si è distinto semplicemente tra strumenti finanziari quotati (artt. 184 ss. e degli artt. 185 ss. tuf) e strumenti finanziari non quotati (art. 2637 c.c.)<sup>71</sup>.

## **2. L’abuso di informazioni privilegiate**

L’abuso di informazioni privilegiate è previsto e disciplinato dagli artt. 184 e 187-bis tuf. I due articoli prevedono rispettivamente il reato di abuso di informazioni privilegiate e la condotta che comporta l’irrogazione della semplice sanzione amministrativa. La nuova disciplina ha, dunque, stabilito un sistema a “doppio binario”, in cui accanto alla sanzione penale è prevista la sanzione amministrativa, applicata direttamente dalla Consob, autorità di vigilanza. Il legislatore italiano, infatti, ha introdotto entrambe le fattispecie e circa la cumulabilità delle stesse si è espressa favorevolmente la Cassazione a Sezioni Unite nel 2009<sup>72</sup>, comportando, con

---

<sup>70</sup> Trib. Milano, 28 maggio 2011

<sup>71</sup> Il Tribunale di Milano osserva, infatti, che “Le due fattispecie (art. 2637 c.c. ed art. 185 T.U.F. D. Lgs. 58/98), al di là della precisazione relativa al campo di applicazione (strumenti finanziari quotati e non), si presentano perfettamente identiche l’una all’altra: identico è il soggetto attivo (chiunque), così come identica è la condotta tipica, descritta in *termini* di diffusione di notizie false oppure di realizzazione di operazioni simulate o di altri artifici; identica anche la necessaria connotazione di siffatta condotta in *termini* di idoneità rispetto alla produzione di un evento (trattandosi di reati di pericolo concreto) anch’esso identico in entrambe le fattispecie (sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari). È possibile quindi affermare che tra le due fattispecie vi sia continuità normativa nel tipo di illecito ... e che si sia quindi verificata una successione nel tempo di norme incriminatrici di identico contenuto, unicamente con un aggravio del trattamento sanzionatorio apportato dalla legge comunitaria che, come già precisato, *determinerà* per la vicenda in esame, ai sensi della disciplina di cui all’art. 2 comma 3° c.p., l’applicazione del trattamento sanzionatorio di cui all’art. 2637 c.c. per le condotte esauritesi all’ 11.05.05 (vigente per l’appunto la previsione codicistica) e per le condotte consumate e perfezionate successivamente a tale data, l’applicazione del trattamento sanzionatorio di cui all’art. 185 TUF”, così il Tribunale di Milano, cit., nell’ambito del processo relativo alla scalata della Banca Antonveneta, che ha coinvolto l’ex Governatore della Banca d’Italia Antonio Fazio.

<sup>72</sup> Cass. Sez. Un. 30 settembre 2009, n. 20936, in *materia* di manipolazione del mercato, in *Leggi d’Italia Professionale.it*. In fatto, con ricorso alla Corte d’Appello di Torino la Ifil spa chiedeva l’annullamento della Delibera Consob 9 febbraio 2007, n. 15760, con la quale era stato ingiunto alla società il pagamento di una sanzione pecuniaria ai sensi dell’art. 187-quinquies TUF e di altra sanzione amministrativa, in solido con G.G. E G.S.F., ai sensi dell’art. 3, comma III, l. n. 689/1990, che

ciò, la possibilità di irrogare tanto la sanzione penale, quanto la sanzione amministrativa<sup>73</sup>.

---

riguardava la diffusione di un comunicato stampa della società Giovanni Agnelli C. sapa, imputata a cinque soggetti (Ifil e la Giovannj Agnelli C sapa, destinatarie della richiesta da parte della Consob, nonché G.G., M.V. E G.S.F., che sarebbero stati coinvolti nella redazione dei comunicati). Dall'istruttoria era emerso che nella data di pubblicazione dei comunicati stampa era già stato studiato e in procinto di essere attuato un progetto volto a conservare la partecipazione di Ifil in FIAT spa, contestualmente all'aumento di capitale a servizio del prestito convertendo con le banche posto in essere dalla FIAT. I comunicati stampa, pertanto, erano stati ritenuti falsi dalla Consob, poiché negli stessi erano scritto che Ifil non aveva ancora intrapreso alcuna iniziativa relativamente alla scadenza del prestito convertendo: si configurava, pertanto, secondo l'Autorità di vigilanza, un'ipotesi di manipolazione del mercato. La Consob chiede il rigetto del ricorso alla Corte e la stessa, con sentenza del 23 gennaio 2008, in parziale accoglimento dell'opposizione, annulla la sanzione nei confronti di G.S. e riduce la sanzione a carico di G. Contro la sentenza d'appello la Ifil propone ricorso in Cassazione lamentando dieci motivi di ricorso. La Consob propone controricorso e ricorso incidentale, con cui chiede l'inammissibilità e infondatezza dei motivi prodotti e a sua volta presentandone altri sette. La Ifil propone anche controricorso sul ricorso incidentale e la causa viene rimessa alle sezioni unite della Corte di Cassazione a seguito di istanza presentata dalla Ifil il 22 gennaio 2009. Tra le altre, le sezioni unite si pronunciano anche sull'eventuale cumulabilità delle sanzioni penali e amministrative. Nella sentenza si legge che la ricorrente propone “[...] un quesito irrimediabilmente multipli, ponendo, ad un tempo, la questione dell'applicabilità del regime generale della solidarietà dell'ente, giusta disposto della L. n. 689 del 1981, art. 6, e quella, affatto diversa, della (asseritamente illegittima) duplicazione di sanzioni allorché l'autorità procedente, contestata la fattispecie di market abuse ai sensi dell'art. 185 del cit. D.Lgs., irroghi poi una ulteriore sanzione ex art. 187 quinquies stessa legge. Pertanto, al di là e a prescindere dalla totale infondatezza nel merito di entrambe le questioni (la motivazione della sentenza impugnata appare, in argomento, del tutto incensurabile, affrontando con dovizia di argomentazioni immuni da vizi logico-giuridici e, nel merito, totalmente condivisibili, tanto il tema della solidarietà – con riferimento al quale è legittimamente esclusa in radice la sussistenza di un rapporto di specialità o assorbimento tra i ricordati art. 187 quinquies cit. TUF e L. n. 689 del 1981, art. 6, atteso che la prima norma configura una ipotesi di responsabilità amministrativa della persona giuridica per fatto proprio, la seconda una fattispecie di “debito senza responsabilità”, essendo l'ente chiamato a rispondere della violazione commessa dal proprio organo non per diretta responsabilità, quanto in funzione di adiectus solutionis – quanto quella dei rapporti tra fattispecie punitive – considerando altrettanto legittimamente esclusa ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente delle fattispecie sanzionatorie, alla stregua del tenore letterale della norma ex 187, delle origini storiche dell'intero corpus legislativo di cui al c.d. TUF – attuativo, come noto, della direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi de quibus, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l'irrogazione (anche ) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte di quello italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente legittima cumulabilità di fattispecie ex artt. 185 e 187 *ter* e, conseguentemente di legittimo cumulo tra l'art. 187 quinquies e il D.Lgs. 231 del 2001, art. 25 *sexies*, integranti fattispecie assolutamente speculari rispetto alle prime, senza che, in proposito, potesse assumere rilievo l'obiezione secondo cui, mentre la persona fisica risponde, in un sistema così delineato, una volta in via amministrativa, un'altra sul piano penale, la persona giuridica sarebbe viceversa chiamata a rispondere due volte sul piano amministrativo, non tenendosi in tal modo nella debita considerazione che la responsabilità degli enti, così come strutturata dalla normativa 231/01, ancorché formalmente denominata “amministrativa”, ricalca poi nella sostanza, mutatis mutandis, la falsariga della responsabilità penale, come già riconosciuto dalla stessa dottrina che predica ormai quasi unanimemente il principio per cui societates delinquere potest, così sovvertendo l'opposta e radicata tradizione romanistica sotto l'impulso della normativa comunitaria), il motivo va dichiarato inammissibile, in conformità con la ormai consolidata giurisprudenza di questa corte”.

<sup>73</sup> La cumulabilità delle sanzioni, secondo la Consob, garantirebbe una maggiore efficacia e dissuasività del sistema sanzionatorio “coniugando la tempestività di intervento delle sanzioni amministrative con la deterrenza delle sanzioni penali”, da intervento 18 giugno 2012, dott. Salini, cit.

Leggendo le due disposizioni dedicate alla condotta di *insider trading*, notiamo una sovrapposizione tra esse, il che rende difficile l'inquadramento della condotta nel reato penale o nel meno grave illecito amministrativo.

In via generale, entrambe le disposizioni prendono in considerazione il comportamento di chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime<sup>74</sup>;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio<sup>75</sup>;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> FSMA 2000, s 118: stabilisce, alla lettera (a) che la prima forma di *insider trading* come abuso di mercato è quella “*where an insider deals, or attempts to deal, in a qualifying investment or a related investment on the basis of inside information relating to the investment in question*”. Il FSMA 2000 chiama questa forma di *insider*, “*insider dealing*” (*Massey vs Financial Services Authority*, dove fu irrogata una sanzione di £150.000, pari a quasi il doppio dei profitti dell'*insider*). Nel CJA 1993 la prima delle condotte vietate è quella stabilita dalla s 52(1), dove si legge che una persona commette il reato se opera su “*securities that are price – affected securities in relation to the information*”. Il reato di cui alla sezione citata può essere compiuto soltanto se l'acquisizione o la vendita avvengono su un *regulated market* o una persona che ha agito attraverso un *intermediario* o si sia comportato come tale sul mercato: FRENCH-MAYSON-RYAN, *Company Law*, 28th Edition, 2011-2012, Oxford University Press, p. 353 ss.

<sup>75</sup> FSMA 2000, s 118: alla lettera (b) stabilisce che la seconda condotta che integra *insider trading* si ha quando “*an insider discloses inside information to another person otherwise than in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties*” (s118 (3)): il FSMA 2000 chiama questo tipo di abuso *improper disclosure*. Il CJA 1993, come seconda condotta penalmente rilevante, annovera la condotta di chi incoraggia altri a porre in essere un'operazione su strumenti finanziari, sulla base di informazioni riservate (s 52(2))

<sup>76</sup> FSMA 2000, s 118: ultima condotta presa in considerazione nella legislazione inglese è quella che si ha quando “*the behaviour of any person, not necessarily an insider, is based on information not generally available and fail the regular user test*”(s 118 (4)). Questa pratica è chiamata *misuse of information*. Penalmente il CJA 1993 punisce la diffusione di informazioni riservate (s 52(2) (b))

Dalla descrizione della condotta<sup>77</sup>, si nota lo stretto legame che esiste tra l'abuso e l'informazione privilegiata. Senza il possesso di un'informazione privilegiata, e la sua utilizzazione, per sé o per altri, non potrebbe parlarsi di abuso. Essa è lo strumento principale attraverso il quale si consuma la condotta *de qua* e deve strettamente riferirsi all'emittente i titoli, nonché ai titoli medesimi.

È richiesto, dunque, un “collegamento motivazionale tra possesso della notizia e compimento dell'operazione [...]”<sup>78</sup> per l'*insider*<sup>79</sup>.

Molte giurisdizioni distinguono tra coloro che ottengono le informazioni nel legittimo e corretto esercizio dei doveri inerenti al rapporto che essi hanno con la società e coloro che

---

<sup>77</sup> La direttiva comunitaria contiene, all'art. 2, il divieto, per coloro che possiedono informazioni privilegiate, di utilizzare tali informazioni “acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto di *terzi*, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono”. Diversamente negli Stati Uniti. Agli *insiders* primari è proibito di negoziare azioni sulla base di informazioni *materiali* e non pubbliche se tale operazione viola un dovere o seguendo la teoria della fiducia o la teoria della *misappropriation*. Se si segue la teoria della fiducia, è necessario provare che l'operazione ha costituito una violazione di un dovere verso la società, le cui azioni sono state negoziate, e che la società ha sofferto un danno a causa della violazione. Se si segue la teoria della *misappropriation*, l'*insider* della società A può essere ritenuto responsabile per i danni derivati dall'operazione sulle azioni della società B se l'operazione ha violato la politica della società A, che proibisce l'uso personale di informazioni prodotte o pervenute nell'interesse della società A (*US vs Carpenter: upholding journalist's conviction of insider trading under the misappropriation theory based on trading in advance on newspaper column, finding that he had brache the newspaper's policy prohibiting personal use of information produced or derived on behalf of the newspaper*). Riguardo alla teoria della appropriazione indebita, la Corte Suprema nel caso *US vs O'Hagan* ha statuito che può non esserci appropriazione indebita se il fiduciario ha informato il principale della sua intenzione di porre in essere l'operazione; un secondo tipo di *insider trading*, negli USA, si ha quando il *teppie* sa, o dovrebbe sapere, che a) l'informazione è un'informazione privilegiata; b) che l'*insider* primario ha divulgato l'informazione violando il *fiduciary duty*; c) che all'*insider* primario deriva un diretto o indiretto beneficio dall'aver divulgato l'informazione (*Dirks vs SEC - The Supreme Court held that there were three types of possible personal benefit: pecuniary benefit; reputational benefit and gift.*). Può, dunque, esservi una responsabilità accessoria da parte dell'*insider* primario, quando primario e secondario hanno agito insieme per formare una *joint venture* per divulgare le informazioni riservate.

<sup>78</sup> Così, tra gli altri, SGUBBI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, cit., p. 39

<sup>79</sup> Negli USA gli *insiders* sono *officers*, *directors*, altri impiegati chiave e azionisti con una partecipazione superiore al 10% e a tutti questi è proibito operare sul mercato in base a informazioni privilegiate. Nel Regno Unito, invece, la definizione di *insider* è più stretta: include i membri del consiglio di amministrazione (esecutivi e non esecutivi), ma esclude azionisti e impiegati chiave. Così ALI – GREGORIOU, *Insider trading. Global Developments and Analysis*, cit. 2009

lo fanno essenzialmente al di fuori dell'ambito delle loro responsabilità.

Soggetti attivi sono i cosiddetti *insiders* primari<sup>80</sup> ovvero coloro che sono in possesso di informazioni privilegiate in ragione del ruolo svolto nell'ambito dell'emittente (ad es. componente di organi di amministrazione, direzione o controllo), della partecipazione (a qualsiasi titolo, in qualsiasi forma e a prescindere dalla quota) al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione anche pubblica o di un ufficio<sup>81</sup>. L'*insider* primario non sarebbe semplicemente colui che opera all'interno dell'emittente i titoli, colui, dunque, che è anche titolare degli obblighi di riservatezza e comunicazione al pubblico, secondo quanto prescritto dall'art. 114 TUF. Egli sarebbe "il portatore [stesso] della conoscenza originata dalla partecipazione al capitale o dall'assunzione della qualità di membro di un organo di direzione, amministrazione o controllo dell'emittente; ma anche il destinatario dell'informazione o chiunque ne sia venuto comunque in possesso per ragioni professionali, nell'esercizio di una

---

<sup>80</sup> Nella letteratura anglosassone si legge che "*the primary insider usually obtains inside information through being a director, employee or shareholder of an issuer of securities or any person who has information because of his employment or office*": ALI – GREGORIOU, *Insider trading. Global Developments and Analysis*, cit. 2009.

<sup>81</sup> Nella letteratura inglese si legge: "*The price sensitive information must be obtained by virtue of this relationship. It is the relationship that taints it and renders improper its use for personal benefit. Of course, the notion of relationship is stretched far beyond what the law would normally consider to be relationships of a fiduciary quality or, for that matter, necessarily giving rise to a duty of confidentiality*". "[...] although the office cleaner in the example referred to above might not be considered to be a primary insider, her abuse of the information obtained from what she appreciates is an "inside source", would generally be considered to amount to insider trading". "*The notion of insider dealing is broad enough to encompass all those who, by virtue of their position in the company or who, by their business or professional relationship with the company, are likely to have access to privileged information. For the sake of convenience, it is perhaps useful to describe such persons as primary insiders. They are all subject to the common denominator of enjoying a special relationship with the company that gives them access to the price-sensitive information in question*", in RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 4 ss.

funzione pubblica o privata, di un ufficio o (con previsione additiva) di un'attività lavorativa"<sup>82</sup>.

In pratica, e come si evince anche dalla lettera dell'art. 184 TUF, si prende in considerazione una nozione piuttosto ampia di *insider* primario, per la quale sono considerati "*insiders, not only of the company with whom they are in this relationship, but also issuers, that are closely related to it and to other issuers such as a potential offeree company*"<sup>83</sup>.

Al contempo, però, il legislatore ha diversificato la sanzione nei confronti di coloro che siano venuti a conoscenza in altro modo della notizia privilegiata e, pur conoscendo la sua natura, l'abbiano ugualmente utilizzata per porre in essere la condotta sanzionata.

L'art. 187-*bis* tuf, infatti, regola la fattispecie di illecito amministrativo. Se si legge attentamente la disposizione, come peraltro già accennato, si può notare come essa si sovrapponga nel contenuto, testualmente, all'art. 184 tuf, rendendo poco

---

<sup>82</sup> Così da Ordinanza Trib, Milano, 16 marzo 2006, in *IlSole24Ore*, da Repertorio 24, on line. Il tribunale si è occupato dell'esame dei profili eventualmente penali di un'ipotesi di *front running*, che consiste in uno schema operativo di operazioni, di solito, su azioni quotate tale per cui un soggetto, consapevole che sarà immesso sul mercato un ordine che potrebbe avere un impatto potenzialmente rilevante sul prezzo di un titolo, anticipa tale ordine con un ordine dello stesso segno, per poi chiudere la posizione con un ordine di segno opposto eseguito contestualmente all'ordine *price sensitive* o subito dopo. Nei fatti, si trattava della cessione alla B.P.M. s.c.r.l. della quota di maggioranza del capitale della B.L. La cessione della quota era stata deliberata il 19 dicembre 2000 dai cda della B.I. spa e della controllata B.C.I. spa e comunicata al pubblico a giornata borsistica chiusa, nella stessa giornata, dopo che i titoli, fin dalla mattina, erano stati sospesi dal M.T.A. e dal Mercato dei premi dopo la comunicazione della pendenza di trattative finalizzate alla cessione del titolo. S.C., presidente della B.P.I., era stato contattato, il 15 dicembre, dal responsabile dell'area partecipazioni e controllo della B.I. per formulare un'offerta di acquisto. S.C. ha poi riferito che la B.P. aveva riunito in giornata il proprio comitato esecutivo, che alla fine aveva rinunciato a presentare un'offerta. Tra il 15 e il 19 dicembre e prima della diffusione della notizia al pubblico, la B.P. ha per conto proprio acquistato oltre 500.000 azioni della B.L., poi rivendute il 20 dicembre, quindi subito dopo la comunicazione al pubblico dell'avvenuta cessione del pacchetto. In seguito alla vendita si è determinato un andamento anomalo del prezzo e del volume di scambio dei titoli. L'andamento anomalo del prezzo dei titoli ha avuto conseguenze sul prezzo dell'Opa obbligatoria che l'acquirente B.P.M. ha lanciato sul capitale residuo della banca acquisita, ad un controvalore destinato ad incidere sul prezzo dei titoli e che gli imputati, in virtù dei privilegi informativi, avevano potuto calcolare in anticipo e con una certa precisione. La B.P.M. ne ha tratto il danno corrispondente alla definizione del maggior prezzo dell'Opa totalitaria; il mercato è stato alterato nella sua integrità, sotto il duplice profilo del regolare funzionamento e della capacità di attrarre la fiducia del pubblico. La B.P., invece, ha ricavato dall'operazione un elevato profitto.

<sup>83</sup> RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 5

agevole individuare quando si rischi una sanzione penale e quando, invece, una sanzione amministrativa. L'unica evidente differenza è il riferimento, nell'art. 187-*bis*, a quella categoria di soggetti che in letteratura è contraddistinta dalla locuzione *insiders* secondari<sup>84</sup>. Si tratta, in particolare, di coloro che possono sì abusare di informazioni privilegiate, ma non in virtù della particolare relazione fiduciaria che hanno con l'emittente, bensì per aver conosciuto o potuto conoscere, in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato dell'informazione e abbiano della stessa abusato ponendo in essere una delle condotte proprie dell'*insider* primario (comma IV).

Le condotte prese in considerazione dal testo unico in materia finanziaria sono mutate su quelle descritte nella direttiva comunitaria del 2003. La dottrina italiana prevalente, e non solo, ha qualificato tali condotte in modo differente, a seconda che rientrino in una delle *lettere* di cui agli artt. 184 e 187-*bis* tut<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> Nella letteratura inglese: "A secondary insider obtains inside information either directly or indirectly from a primary insider", ALI – GREGORIOU, *Insider trading. Global Developments and Analysis*, cit. 2009.

<sup>85</sup> L'impostazione del sistema inglese, sebbene anch'essa mutuata dalla direttiva comunitaria, che ha inteso uniformare la regolamentazione del fenomeno tra tutti gli Stati membri, è leggermente differente. Come già anticipato, nel diritto inglese abbiamo il *Criminal Justice Act* 1993, che disciplina il reato penale di *insider trading*, e il *Financial Services and Markets Act* 2000, che disciplina il fenomeno da un punto di vista civilistico. Anche nel sistema inglese tre sono le condotte prese in considerazione da entrambi gli *acts*: "First, the Act prohibits dealing in price-affected securities on the basis of inside information. Secondly, it prohibits the encouragement of another person to deal in price-affected securities on the basis of insider information and, thirdly, it prohibits knowing disclosure of insider information to another", RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 46. Due sono gli elementi richiesti perché possa parlarsi di *insider trading*, nella prima accezione illustrata: a) il soggetto deve possedere le informazioni perché *insider*; b) l'*insider* deve operare su titoli sul cui prezzo ha influenza l'informazione dallo stesso utilizzata: l'informazione deve essere *price-sensitive*. La seconda delle condotte prese in considerazione è quella che la nostra dottrina generalmente chiama "*tuyautage*", condotta più difficile da individuare, o meglio di cui è difficile provare l'offensività; infine, l'ultima delle condotte prese in considerazione è il cosiddetto "*tipping*": il *tippee* deve sapere che si tratta di un'informazione riservata e che tale informazione proviene da una fonte interna. In molti casi i *tippees* e i sub-*tippees* non sapranno che le informazioni sono riservate. Il CJA ha esteso l'ambito di applicazione di questa condotta anche al caso in cui la fonte interna non ha alcuna connessione con l'emittente. Questa estensione si riflette anche nella responsabilità civile prevista nel FSMA 2000 e le disposizioni sono applicate a chiunque abbia un comportamento basato su informazioni privilegiate. Infatti la FSA può comminare sanzioni civili a tutti coloro che abusano del mercato attraverso condotte di *insider trading*. Il FSMA 2000 non fa alcuna distinzione tra *insiders* primari e secondari, né richiede un presunto collegamento diretto o indiretto con la società i titoli della

La prima delle condotte, descritta nella lett. a), può definirsi come la condotta tipica di abuso di informazioni privilegiate, in quanto contiene in sé tutti gli elementi tipici della fattispecie: l'utilizzo di informazioni privilegiate a vantaggio di se stessi o di *terzi* attraverso le quali si pongono in essere operazioni di trading sul mercato dei titoli: senza quelle informazioni il soggetto non avrebbe mai posto in essere quella operazione: cosiddetta condotta di trading in senso stretto.

Diversa la condotta presa in considerazione nella lett. b) e generalmente definita come attività di *tipping*, che consiste nel comunicare al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione e dell'ufficio l'informazione riservata della quale si è entrati in possesso. Quella, invece, descritta nella lett. c) è definita come *tuyautage* e consiste nel raccomandare o indurre altro soggetto a compiere una delle operazioni di cui alla lett. a) sulla base di informazioni privilegiate. In questo caso non è rilevante l'uso che il *terzo* fa dell'informazione o il comportamento dallo stesso tenuto in virtù della raccomandazione o dell'induzione, poiché la ratio di tali previsioni sembra essere quella di evitare la creazione di posizioni di privilegio informativo di alcuni rispetto a tutti gli altri operatori del mercato<sup>86</sup>. L'elemento comune consisterebbe nel mettere a disposizione del *terzo* l'informazione riservata<sup>87</sup>.

Difficile comprendere la ragione per la quale il legislatore abbia “copiato e incollato” le due fattispecie astratte così determinando la sovrapposizione tra le due condotte, quella penale e quella amministrativa. Sebbene tra le due disposizioni sembri esservi un rapporto di specialità, tale rapporto è

---

quale sono negoziati. Così, sia per la legge penale che per la legge civile, laddove una persona rivelando informazioni ha accesso ad esse attraverso il suo impiego, non è necessario dimostrare che si trovava in una posizione per la quale si poteva ragionevolmente prevedere che avrebbe avuto accesso a informazioni privilegiate (RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 63;

<sup>86</sup> Così, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, cit., p. 41

<sup>87</sup> MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, p. 99

vanificato dalla lettera delle disposizioni. Una soluzione potrebbe essere quella di sostenere l'applicazione dell'art. 187-bis tuf ogni qual volta sia posta in essere la condotta ivi prevista e la Consob decida di irrogare la sanzione, a prescindere dalla configurazione del reato. Sarà poi il giudice a stabilire se il sussistano o meno gli elementi costitutivi del reato di cui all'art. 184 tuf, con le relative conseguenze, considerando anche il fatto che sanzione amministrativa e multa si eguagliano. È pur vero, però, che l'art. 187-bis, attraverso un'interpretazione a contrario, esclude l'irrogazione della sanzione amministrativa laddove la condotta costituisca reato. Da ciò sembra potersi trarre la conclusione che gli *insiders* primari saranno sempre colpevoli del "reato" di abuso di informazioni privilegiate. Speranze, eufemisticamente parlando, potrebbero esserci per gli *insiders* secondari, la cui condotta può dar luogo solo a illecito amministrativo.

Peraltro, a differenza del sistema inglese, la nostra legislazione non prevede anche una responsabilità civile per *insider trading*, ma soltanto una responsabilità di natura penale o amministrativa.

Spesso, però, si tralascia di considerare che la condotta posta in essere da chi abusa di informazioni privilegiate da luogo, prima di tutto, ad una responsabilità civile, secondo i più di natura aquiliana o extracontrattuale e che soltanto successivamente sfocia in responsabilità penale.

Nel diritto inglese, poi, ciò che è preso in considerazione dal *Financial Services and Markets Act 2000* non è la condotta di *insider trading* in quanto tale, ma la condotta di *insider trading* come strumento per commettere abusi di mercato<sup>88</sup>.

---

<sup>88</sup> In particolare "*The market abuse provisions of the Financial Services and Markets Act 2000 were designed to preserve the criminal and regulatory aspects of the previous market misconduct regime, but were also intended to address weaknesses in the enforcement of the civil regulatory framework and*

Tutto ciò è scritto per provocare una reazione o, quantomeno, una riflessione sulle modalità con cui il nostro paese ha attuato la direttiva comunitaria in materia di abuso di informazioni privilegiate. La Comunità, infatti, si è limitata a emanare una direttiva volta a far sì che gli Stati membri specificassero e specializzassero la disciplina in materia di abusi di mercato, quasi a voler “giustificare” l’adozione di un sistema efficace di repressione penale del fenomeno, in modo da dare un forte segnale a coloro che, ad un certo punto, hanno pensato di poterla fare franca. Ciò, però, non avrebbe escluso una disciplina più completa, capace di considerare tutte le sfaccettature del fenomeno in esame, che, invece, sembra non essere stata considerata dal legislatore italiano.

## 2.1 Esempi di condotte abusive sanzionate ai sensi dell’art. 187-bis tuf

Dalle comunicazioni Consob e dai provvedimenti della stessa è possibile estrapolare alcune delle condotte esemplificative ritenute abusive dall’Autorità di vigilanza. Attraverso le condotte sanzionate, infatti, può risultare più chiaro quale sia la natura del reato in questione e quali siano i comportamenti che possono dar luogo a sanzione penale e amministrative, molto spesso, se non sempre, applicate cumulativamente<sup>89</sup>.

---

*criminal law by creating a civil offence of market abuse. The market abuse regime applies to all persons, whether or not authorized or approved under the FSMA 2000. The market abuse offence attracts civil liability that can take the form of unlimited fines or public censure by the Financial Services Authority or a court order for restitution to compensate investors who have suffered losses as a result of market abuse. The regime was designed to curb the misuse of information in prescribed financial markets and to combat market operators who sought to manipulate and distort those markets”*; RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 71

<sup>89</sup> Le condotte prese in considerazione sono state sanzionate dalla Consob, ma la stessa Autorità non ha mancato di provvedere ad emanare documenti in cui da conto delle pratiche di mercato ammesse. Ne è un esempio la Delibera n. 16839/2009, con la quale la Consob ha ammesso due prassi di mercato che hanno lo scopo di sostenere la liquidità sul mercato e così irrobustirla, con effetti positivi sul corretto funzionamento del mercato stesso. Una prassi attiene ai contratti di sostegno della liquidità del mercato che sono conclusi con intermediari specializzati; l’altra riguarda l’acquisto di azioni proprie per la costituzione di un magazzino titoli. Con la nuova proposta di regolamento presentata dalla Comunità

È stata considerata condotta sanzionabile ai sensi dell'art. 187-*bis* tuf la condotta di chi acquista azioni di una società quotata sfruttando l'informazione privilegiata relativa al lancio di un'Opa volontaria finalizzata al *delisting*<sup>90</sup> di tale società.

“Tra il 6 agosto e il 18 settembre 2008 un soggetto acquistava azioni di una società quotata. Il 20 settembre 2008 veniva annunciata un'Opa volontaria finalizzata al *delisting* di tale società. Il soggetto vendeva parte delle azioni nei giorni immediatamente successivi l'annuncio dell'Opa e conferiva nell'Opa altra parte delle azioni, così realizzando plusvalenze. La Consob gli contestava l'illecito di *insider trading*. Quanto alla conoscenza dell'informazione privilegiata relativa al lancio dell'Opa, la Consob richiama i rapporti dell'*interessato* con soci, esponenti e dipendenti del gruppo cui apparteneva la società (la delibera non fornisce dettagli sul punto). Inoltre, l'Autorità di Vigilanza analizzava la tempistica degli acquisti e delle successive vendite, nonché l'anomalia degli stessi rispetto alla normale operatività su strumenti finanziari dell'*interessato*. La Consob ha quindi ritenuto che l'*interessato* avesse compiuto gli acquisti sfruttando l'informazione privilegiata di cui sopra e lo ha sanzionato ai sensi degli artt. 187 *bis* e 187 *quater* TUF”<sup>91</sup>.

---

Europea si vogliono abrogare le prassi di mercato, così *determinando*, secondo la Consob, maggiore incertezza soprattutto relativamente a comportamenti che non sempre è semplice qualificare. Ad avviso della Comunità, invece, l'abrogazione di queste prassi di mercato ridurrebbe le incertezze degli operatori, che sarebbero liberi di operare secondo medesime modalità in tutti gli Stati membri. Secondo il segretario generale Consob, però, il beneficio della massima armonizzazione invocato dalla Comunità sarebbe solo apparente poiché la decisione sulla correttezza o meno di singoli comportamenti sarà rimessa alle valutazioni di diverse autorità che finiranno per seguire metri di valutazione e criteri diversi, rendendo il sistema piuttosto opaco. Pericolo, questo, che, secondo la Consob, si sarebbe potuto evitare predisponendo documenti aventi la funzione di linee guida per la valutazione dei comportamenti oggetto di esame.

<sup>90</sup> *Delisting*: procedimento attraverso il quale una società perviene alla revoca dalla quotazione. La revoca dalla quotazione può essere disposta in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero laddove non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per gli strumenti finanziari, a causa di circostanze particolari. Letteralmente la parola *delisting* non può essere tradotta in italiano. Il termine *listing* significa quotazione. L'impiego del prefisso “de” davanti rappresenta il contrario.

<sup>91</sup> Così da estratto Delibera 29 febbraio 2012, n. 18133, in Bollettino Consob 4.2/2012, in Osservatorio Consob (a cura di Venturini), in Società, 6, 2012, p. 718

Altra condotta sanzionata dalla Consob è quella posta in essere da un soggetto che acquista azioni quotate sfruttando l'informazione privilegiata dell'imminente costituzione di una *joint venture*.

In particolare: "... la Consob ha contestato ad un soggetto – Global Head del settore *Fixed Income, Currencies and Commodities* di una banca svizzera – l'acquisto di azioni di una società quotata mediante l'utilizzo dell'informazione privilegiata circa il progetto di una *joint venture* di tale quotata con una società brasiliana nel settore della produzione di carni. Tale informazione poteva ritenersi (v. art. 181 TUF): (i) specifica e di contenuto *determinato* quantomeno dal 4 novembre 2007, data in cui era stata consegnata alla società da un consulente una bozza di *lettera* di intenti relativa alla *joint venture*, nonché (ii) idonea a influire sul prezzo delle azioni per le *caratteristiche* dell'accordo (che prevedeva un aumento di capitale della quotata *interamente* a carico della società brasiliana, oltre a rilevanti sinergie commerciali). Il soggetto acquistava azioni della quotata tra il 5 novembre 2007 e il 26 novembre 2007. La notizia della costituzione della *joint venture* era resa pubblica dalle società *interessate* il 6 dicembre 2007. Nel corso del procedimento sanzionatorio, l'*interessato* precisava di non aver avuto alcun «contatto personale, incarico professionale o effettuato alcun incontro, telefonata, scambio di e-mail» con soggetti coinvolti nell'operazione. Tuttavia, la Consob riteneva che numerosi elementi – quali la tempistica degli acquisti, l'utilizzo di rilevante liquidità per i medesimi, l'incoerenza delle motivazioni addotte dall'*interessato* per giustificare gli acquisti (in particolare la concentrazione degli investimenti su un unico titolo per importi elevati e correlativamente la mancata diversificazione degli investimenti in relazione ad altri possibili investimenti in azioni di società differenti potenziali target della società brasiliana), i rapporti

professionali dell'interessato con esponenti della società brasiliana – dimostrassero che gli acquisti fossero stati compiuti sfruttando l'informazione privilegiata relativa al progetto di costituzione della joint venture. La Consob ha quindi sanzionato l'interessato ai sensi degli artt. 187 *bis* e 187 *quater* TUF”<sup>92</sup>.

### 3. La manipolazione del mercato

Accanto al reato di *insider trading*, gli artt. 185 e 187-*ter* tuf stabiliscono che chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari può essere accusato di manipolazione di mercato<sup>93</sup>, mantenendo quel sistema a “doppio binario” che già si è avuto modo di analizzare in relazione all'abuso di informazioni privilegiate. Inoltre, l'art. 187-*ter*, che prevede l'illecito amministrativo<sup>94</sup>, non si presenta generico come la *lettera* del precedente articolo che espone la condotta tipica del reato di manipolazione del mercato. In esso si legge che compie un illecito amministrativo, salvo il fatto non costituisca reato, chiunque, tramite qualunque mezzo di informazione, cartaceo e non,

---

<sup>92</sup> Così da estratto Delibera 4 aprile 2012, n. 18165, in Bollettino Consob 4.2/2012, in Osservatorio Consob (a cura di Venturini), in Società, 6, 2012, p. 718

<sup>93</sup> Secondo il legislatore comunitario, costituiscono condotte di manipolazione del mercato: a) le operazioni o ordini di compravendita (i) che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero (ii) che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione; b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente; c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti; art. 1 Direttiva 2003/6/CE

<sup>94</sup> Le sanzioni amministrative, secondo la giurisprudenza, devono essere comminate da Consob e Banca d'Italia, secondo le rispettive competenze, e non più dal Ministero dell'economia su proposta delle autorità di vigilanza (cfr. artt. 187-septies, 1° comma e 195, 1° comma tuf), così App. Torino Sez. I Dic., 04 aprile 2007, in Giur. It., 2007, 12, con nota di PETRAZZINI, Note in tema di procedimento sanzionatorio per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

diffonde informazioni, voci, notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti relativamente agli strumenti finanziari. In particolare, le condotte prese in considerazione dall'articolo in esame il consistono nel compimento di: a) operazioni o ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari; b) operazioni o ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni o ordini di compravendita che utilizzano artifici o ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo dei titoli<sup>95</sup>.

È presa in considerazione anche la figura del giornalista. Per la prima volta, infatti, nel corso della disciplina sugli abusi di mercato, il legislatore introduce il riferimento alla figura del giornalista, esposta, forse più di chiunque altro che non sia strettamente connesso alla società attraverso un rapporto fiduciario, alla possibilità di diffondere notizie tali da riuscire a manipolare il mercato dei titoli. Il comma II dell'art. 187-ter, infatti, stabilisce che per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, la diffusione di informazioni va valutata tenendo conto delle norme di

---

<sup>95</sup> La Consob, nella comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005, "Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR) nel documento "*Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive*". Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette", ha fornito una serie di esempi riferiti all'art. 187-ter, comma 3, lettera c), c.d. "*Transactions involving fictitious devices / deception*" (Operazioni che utilizzano artifici, inganni o espedienti), che comprendono: a) *Concealing ownership* (Celare la proprietà). b) *Dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means* (Diffusione di informazioni di mercato false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione, compreso Internet, o tramite qualsiasi altro mezzo). c) *Pump and dump* (Gonfiare e scaricare). e) *Opening a position and closing it immediately after its public disclosure* (Aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico).

autoregolamentazione che sono proprie di quella attività, a meno che essi non traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione dell'informazione: i giornalisti, allora, rientrerebbero nella categoria di *insiders* secondari, come d'altronde è sostenuto in molte dottrine di altri paesi, dell'Unione e non. Certo, la collocazione della previsione relativa ai giornalisti lascia qualche perplessità. Perché sono espressamente menzionati solo nell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato e non anche nell'illecito di abuso di informazioni privilegiate? Peraltro, la condotta così come descritta nell'articolato sembra riferirsi maggiormente all'ipotesi in cui il giornalista approfittando di un'informazione privilegiata ne approfitti egli stesso ovvero consenta ad un terzo di approfittarne. Certamente oggi abbiamo molti esempi di informazione errata, superficiale, a tratti grottesca (basti pensare a ciò che dalle maggiori testate giornalistiche è stato riferito in merito al processo relativo alla scalata della Banca Antonveneta, quando sulle prime pagine dei giornali si leggeva a caratteri cubitali della assoluzione dell'ex Presidente di Banca d'Italia e di Caltagirone. In realtà leggendo 244 pagine di sentenza d'appello anche un pubblico lontano da ciò che è giuridico avrebbe letto, capito e verificato che in realtà non v'è stata alcuna assoluzione, ma solo rideterminazione della pena), ma la figura del giornalista resta una figura ambigua. È uno dei soggetti che, come detto, sebbene non sia legato da vincoli fiduciari con l'emittente, spesso si trova nelle condizioni di ascoltare, assistere a meeting fondamentali delle maggiori società quotate italiane, così potendo ben porre in essere una condotta di abuso di informazioni privilegiate. E, in via interpretativa, la figura del giornalista si fa rientrare tra le figure di *insider* secondario, perché manca di quello stretto legame che, invece, caratterizza l'altra categoria di soggetti sopra esaminata. Vero anche che nulla impedisce a un giornalista di diffondere notizie false,

certamente per poterne profittare, ma, ad avviso di chi scrive, è un'ipotesi certamente più remota. Non sovengono casi concreti in proposito. Non escluderei nulla.

La condotta tipica della manipolazione di mercato, sia di natura penale sia di natura amministrativa, espressa attraverso il verbo diffondere, “rimanda alla comunicazione della notizia falsa a un numero indeterminato di soggetti, a una propalazione ampia fra il pubblico, o almeno ad ambienti economico-finanziari più direttamente interessati”<sup>96</sup>.

È un reato di pericolo concreto, che può, dunque, realizzarsi attraverso due tipi di comportamento, idonei di per sé a provocare un'alterazione sensibile dei prezzi degli strumenti cui si riferiscono le false informazioni. Si suole, infatti, distinguere tra: - aggioaggio informativo, la diffusione, cioè, di notizie false, destinate al pubblico, tali da alterare in modo fraudolento la realtà, sia diffondendo informazioni false, sia fornendo di fatti, anche veri, una rappresentazione incompleta che ne alteri la sostanza, così da assumere le *caratteristiche* di una notizia falsa; - aggioaggio manipolativo, che può consistere in operazioni simulate, con l'espressa volontà di rappresentare all'esterno una situazione assolutamente diversa dalla realtà, o attraverso altri artifici, cioè attraverso una serie di comportamenti che sono idonei a provocare una manipolazione del mercato, alterando la normale situazione in cui i soggetti operano.

Dentro i suddetti schemi di condotta devono essere inquadrati gli strumenti di realizzazione del reato oggetto d'esame. Si è, infatti, parlato delle figure di: 1) *information*

---

<sup>96</sup> Così PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggioaggio*, ora in *Diritto penale*, Milano, 2003, IV vol., 3, p. 56; FOFFANI, *Commento all'art. 185 TUF*, in Palazzo-Paliero (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali speciali*, Padova, 2007, p. 681; MUCCIARELLI, *Aggioaggio*, in *I nuovi reati societari* (a cura di Alessandri), Milano, 2002, p. 424; ID., *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida lettura della Cassazione*, in *Dir. Pen. e Processo*, 2011, 9, p. 1096; SEMINARA, *L'aggioaggio (art. 2637 c.c.)*, in *AA.VV.*, *I nuovi reati societari*, Padova, 2002, p. 569;

*based manipulation*, che consiste nella diffusione di notizie false, comunque dotate di una certa credibilità che sono idonee a determinare un'alterazione del prezzo dei titoli cui si riferiscono; 2) *action based manipulation*, che consiste nel compiere una serie di operazioni simulate che danno l'apparenza del trasferimento dei titoli, ma in realtà si tratta di operazioni prive di effetti giuridici e creano, dunque, l'errata impressione di un mercato attivo; 3) *trade based manipulation*, che consiste in scambi reali sul mercato, ma condotti con la speculativa intenzione di liberarsi dei titoli al momento opportuno, così determinando un danno sia per i precedenti possessori, sia a coloro che hanno acquistato successivamente alla manipolazione; 4) *corner* e *squizee*, che consistono nell'acquisto di rilevanti quantità di titoli, tali da permettere all'agente di intervenire a suo piacimento sul suo valore, senza utilizzare inganni. Indubbiamente i numeri 1) e 2) rientrano tra le condotte manipolative sanzionate dall'ordinamento; in una zona di confine si colloca la terza delle pratiche citate; pacifica, invece, è la liceità dell'ultima delle condotte prese in considerazione. È l'inganno, dunque, che sembra essere la *caratteristica* principale della manipolazione del mercato. L'operatore finanziario, dunque, è stato condannato per aggio per aver divulgato notizie false, poiché, nonostante l'esistenza delle trattative, la cessione del pacchetto di controllo non era ancora avvenuta e il prezzo di vendita non era ancora stato stabilito<sup>97</sup>.

---

<sup>97</sup> Tale caratteristica era emersa in un procedimento per aggio su strumenti finanziari a carico di un operatore finanziario, il sig. G, che, dopo aver presentato ad un banchiere un'articolata proposta riguardante anche la cessione del pacchetto di controllo di una importante società quotata, durante la fase delle trattative, senza attendere l'accettazione della proposta da parte del banchiere, aveva informato la Consob e, successivamente, rendeva pubblica la notizia dell'avvenuta cessione a suo favore, o a persona da nominare, del pacchetto di controllo di suddetta società, per un prezzo pari al doppio rispetto a quello risultante dalle ultime quotazioni (Trib. Milano 16 novembre 1994, in Giur. comm., 1996, II, 695).

Ciò è particolarmente chiaro in una pronuncia, forse la più recente, della Corte di Cassazione<sup>98</sup> relativa al caso Parmalat.

La Corte, oltre ad individuare il giudice competente a giudicare per il reato di manipolazione del mercato, individua anche il momento consumativo, nonché la condotta tipica nella quale si sostanzia l'illecito.

Si ricorderà il caso Parmalat e il *crac* finanziario che ha interessato il gruppo. In particolare, i vertici del gruppo avevano diffuso notizie false in merito ad un fondo che avrebbe coperto il rimborso delle obbligazioni emesse dalla società. Notizia non vera, che ha indotto la Consob a svolgere le indagini e a richiedere le informazioni di rito ai sensi degli artt. 114 e 115 tuf.

Secondo la Corte, l'illecito si concretizzerebbe quando "l'attività di diffusione della notizia, oggetto dell'addebito, si sostanzia in comunicazioni del soggetto emittente alla platea dei risparmiatori", mentre non rientra nella nozione individuata dalla Corte la fase nella quale gli elementi costitutivi dell'informazione difforme del vero vengono "assemblati" e circolano fra diversi soggetti per provvedere alla sua redazione in vista della pubblicazione (si pensi alla preparazione di un comunicato-stampa) e neppure quella nella quale la falsa comunicazione viene trasmessa dagli autori della stessa (in ipotesi l'amministratore esecutivo e/o altri soggetti apicali dell'emittente) ai componenti dell'organo societario (consapevoli o no della falsità, il tema è qui irrilevante) chiamati, per le regole del governo societario, ad approvare il testo della comunicazione come ultimo adempimento prima della diffusione al pubblico<sup>99</sup>. La Corte ha sottolineato come

---

<sup>98</sup> Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2011, n. 28932, in banca dati Dejure, Giuffrè Editore, che richiama Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2007, n. 23838, in Cass. Pen., 2008, p. 103; così anche Trib. Milano 20 maggio 2011, cit.

<sup>99</sup> Così, in commento alla sentenza in esame, MUCCIARELLI, *Manipolazione informativa*, cit.

tali attività siano *interne* all'ente, così che le notizie cui esse si riferiscono devono essere considerate riservate e, sussistendone i requisiti, privilegiate, così da *determinare*, nei soggetti che ne entrano in possesso, l'impossibilità di avvalersene al fine di trarne profitto per sé o per altri, con ciò ponendo in essere la condotta tipica di *insider trading*.

Secondo la Corte, la circolazione della notizia privilegiata all'*interno* di ambiti ristretti e in presenza della causa di giustificazione è penalmente irrilevante perché realizzata entro i limiti della previsione che la legittima; nel contempo tale circolazione non può integrare il fatto tipico della manipolazione informativa in quanto difetta la diffusione al pubblico (la notizia, rimanendo confinata in una cerchia di soggetti normativamente tenuti alla riservatezza, non è in alcun modo neppure idonea a dispiegare l'effetto perturbativo vietato dalla legge). “L'elegante disquisizione”, secondo la Corte, “sulla differenza tra divulgare e diffondere palesa (come opinato anche da parte attenta dottrina che si è soffermata sul rilievo linguistico della disposizione) la sua irrilevanza, nel caso qui esaminato, laddove si consideri la natura della notizia oggetto *materiale* del reato. Il legislatore ha abbandonato la precedente versione (che includeva anche le notizie false e tendenziose), ma ha mantenuto il verbo proprio della diffusione (che era in precedenza utilizzato soltanto dall'art. 2628 c.c.) senza curarsi del limitrofo concetto di “divulgazione” (proprio sia dell'art. 501 c.p. sia del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 181), poiché la più autorevole dottrina dell'epoca lo ritenne un mero sinonimo del comportamento qui censurato (mentre potrebbe diversamente opinarsi se i due diversi verbi fossero calati nel contesto del reato dettato dall'art. 600 c.p., comma 3, in cui il richiamo alla "diffusione" fu aggiunto alla L. 6 febbraio 2006, n. 38, art. 2, comma 3, epoca, oltretutto, successiva ai fatti in esame).

Ciò premesso, il Collegio osserva che - comunque - non è possibile, se non a costo di configurare un atto illecito in capo ai preposti al gruppo societario, supporre che i ragguagli percepiti nel chiuso di un Consiglio di amministrazione ovvero di poi appresi dai dirigenti in Milano nelle fasi prodromiche alla sua trasmissione all'esterno, potessero essere oggetto del reato di aggio.

Infatti, a ragione la Parte civile CONSOB (Memoria 13.4.2011, pag. 5) ricorda che il tratto essenziale della fattispecie si rinviene nella comunicazione al pubblico, cioè, ad un numero indeterminato di persone, con esclusione del rilievo della informazione rivolta ad un solo o a pochi destinatari. Ma, soprattutto, questa Corte sottolinea che questa condotta riguardava informazioni dai connotati privilegiati (informazione specifica, di contenuto determinato, che il pubblico non disponeva), connotazioni che, in forza della fattispecie di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 184, comma 1, lett. c), impediscono a chi le possiede di comunicarle ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro o della sua funzione o del suo ufficio. Una volta venuti in possesso di quelle notizie, gli amministratori di (*OMISSIS*) ed i dirigenti operativi in (*OMISSIS*) - perciò solo - erano obbligati a modalità comunicative a terzi, esterni alla società, mediante prescritte modalità, essendo essi gravati dall'obbligo di *abstain*, perdurante durante il possesso dell'informazione privilegiata.

Al contempo, la cadenza modale (obbligatoria), disciplinata dal D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 114, era l'unica che consentisse la diffusione della notizia fuori dalla sfera di PAR. FIN. e fuori di essa, proprio in ragione della severa tutela della informazione destinata al mercato degli investitori, ogni comunicazione di natura privilegiata, si connotava per la riservatezza.

Ne consegue che ogni fatto *materiale*, antecedente alla formale *disclosure*<sup>100</sup> da parte della società, doveva assumersi come dotato di valenza esclusivamente *interna* all'organismo societario ed irrilevante ai fini informativi (ovvero, illecito).

Tornando, dunque, al caso qui dedotto, soltanto con il formale "invio" e con il comunicato stampa, autorizzato dai preposti alla *governance* della società, può ravvisarsi la effettiva comunicazione al mercato dei risultati di bilancio consolidato (portante indicazione manipolata dei margini operativi al lordo ed al netto, per l'esercizio 2002), quali concordati nella seduta di consiglio di amministrazione del 28.3.2003 di PAR. FIN. Spa. L'invio del comunicato fu operazione espletata in Milano, ivi, pertanto, si consumò l'aggiotaggio informativo”.

Sia che si tratti di illecito penale, sia che si tratti di illecito amministrativo, il legislatore si è preoccupato di prevedere un inasprimento delle pene quando la valutazione del caso concreto, per la gravità della condotta, “per le qualità personali del colpevole o per l’entità del prodotto o del profitto<sup>101</sup>

---

<sup>100</sup> Il termine *disclosure* indica il dovere di diffusione delle informazioni per consentire al mercato, dunque agli investitori, di agire informati. “*An important means of preventing misuse of inside information is to require it to be published*”. Nel Regno Unito, laddove sia violato l’obbligo di *disclosure*, la FSA può irrogare sanzioni pecuniarie o censure pubbliche.

<sup>101</sup> La Suprema Corte di Cassazione ha, nel 2008, delineato la nozione di profitto, in occasione della sentenza che ha riguardato la scalata ad Antonveneta. Due sono state le questioni affrontate dai giudici di legittimità: a) se il sequestro della plusvalenza illecitamente conseguita dall’indagato, ossia la somma costituente le competenze bancarie, debba essere compresa nella nozione di profitto o prodotto del reato di manipolazione del mercato; b) se il profitto del reato di manipolazione del mercato oggetto di sequestro preventivo finalizzato alla confisca debba essere calcolato in base all’intero ricavato dell’attività illecita (lordo) o al netto detraendo i costi sostenuti dall’imputato. In occasione della sentenza, la Corte ha sottolineato che il termine profitto “assume un significato più ampio rispetto a quello economico o aziendalistico [...] non è mai stato inteso come espressione di una grandezza residuale o come reddito di esercizio, determinato attraverso il confronto tra componenti positivi e negativi del reddito”. Dunque, il profitto sarebbe solo quello suscettibile di valutazione economica; il concetto di vantaggio economico non coincide con l’utile netto aziendalistico, ma con il beneficio economico complessivo ricavato dal reato; il principale criterio selettivo per delimitare il profitto confiscabile è il nesso di causalità con il reato, ossia “occorre una correlazione diretta del profitto col reato e una stretta affinità con l’oggetto di questo, escludendosi [...] qualsiasi vantaggio patrimoniale, che possa scaturire, pur in difetto di un nesso diretto di causalità dall’illecito” (in accordo con quanto già sostenuto dalle Sezioni Unite, 8 luglio 2008, in Riv. It. Dir. e Proc. Pen., 2008, 4, p. 1738, con nota di MONGILLO-LORENZETTO), in Giur. It., 2009, 12

conseguito dal reato” o dall’illecito, lo richiede (art. 185, II; art. 187-ter, V).

C’è stata nel 2008 una pronuncia della Corte d’Appello di Torino, con la quale la giurisprudenza di merito ha tracciato una linea di demarcazione tra il reato e l’illecito amministrativo di manipolazione del mercato<sup>102</sup>.

La questione riguardava il gruppo FIAT e un particolare momento del gruppo coincidente con la scadenza, nel settembre del 2005, di un finanziamento convertibile concesso da alcune banche italiane. La FIAT in luogo del rimborso avrebbe potuto deliberare un aumento di capitale per la conversione del prestito, in tal modo estinguendo per compensazione il debito con il credito da conferimenti vantato dalla società verso le banche. Le condizioni del gruppo al momento della conversione hanno, però, portato la società a volersi avvalere di una particolare modalità di rimborso consistente nella conversione del prestito in una quota di capitale, appositamente aumentato, con l’effetto di un passaggio di consegne dalla famiglia Agnelli alle banche finanziatrici, che sarebbero diventate socie di maggioranza. La Consob, di fronte a questo possibile scenario, e di fronte alle notizie della stampa relativamente al rafforzamento di Ifil spa, ha richiesto alla Ifil spa e alla Giovanni Agnelli e C. spa notizie sul particolare andamento sui mercati del titolo FIAT, nonché notizie su possibili studi, ricerche o eventuali iniziative di mercato. Le due società hanno risposto di non avere particolari notizie sul titolo e di non aver intrapreso alcuno studio, ricerca o altra iniziativa di mercato per mantenere la

---

<sup>102</sup> “Il provvedimento della Corte d’appello di Torino si segnala per la pregevole e condivisibile ricostruzione della fattispecie di illecito amministrativo di manipolazione del mercato ex art. 187 ter D.Lgs. n. 58/1998 (di seguito, TUF) stigmatizzando gli elementi discriminanti della stessa rispetto alla parallela fattispecie penale di manipolazione del mercato ex art. 185 TUF”: così SPORTA CAPUTI, *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Le Società*, 2008, 9, p. 1103

partecipazione di Ifil spa, all'interno del gruppo, superiore al 30%. Le società hanno soltanto manifestato l'intenzione di mantenere il ruolo di punti di riferimento del gruppo FIAT.

A differenza di quanto sostenuto nei comunicati stampa, le due società hanno intrapreso un'intensa attività di ricerca e studio per individuare uno strumento di acquisizione di azioni che consentisse il mantenimento della maggioranza relativa all'interno del gruppo, anche dopo la conversione.

Lo strumento individuato consisteva in un contratto di equità swap tra la *Exor* (società del gruppo che si occupa di investimenti a breve termine) e la *Merryl Lynch International*, avente ad oggetto 90 – 95 milioni di azioni FIAT, nel quale era prevista la facoltà, a favore di *Exor*, di risoluzione anticipata seguita dalla fisica consegna dei titoli; clausola poi ribaltata, prevedendo come regolamento ordinario il cash *settlement* e rimettendo il *physical settlement* al mutuo consenso dei contraenti. Sono state poi concluse una scrittura tra *Ifil* ed *Exor* e un contratto tra *Ifil* e *MLI*.

Secondo la Corte d'Appello di Torino<sup>103</sup>, l'elemento tipologico dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato poteva essere individuato nella mera potenzialità decettiva del mercato di comportamenti tenuti o di operazioni ed iniziative posti in essere da un soggetto (nel caso di specie, la falsità di un comunicato stampa diffuso dalla società emittente recante notizie false o fuorvianti) - nonché dalla inequivoca stigmatizzazione dell'elemento di aggravamento della condotta - consistente nella attitudine della decettività potenziale del comportamento a tradursi in concreto riflesso ed alterazione del prezzo dello strumento finanziario - che faceva trascendere dalla fattispecie di illecito amministrativo alla fattispecie di illecito penale di manipolazione del mercato. La

---

<sup>103</sup> Corte d'Appello Torino, 23 gennaio 2008, in *Le Società*, 2008, 9, 1013

Corte ha riscontrato che i comunicati stampa diramati dalla Ifil spa e dalla Giovanni Agnelli C. sapa in ossequio alla richiesta Consob avevano un contenuto falso o fuorviante poiché non fornivano alcuna informazione al mercato circa le cause del particolare andamento delle quotazioni del titolo FIAT e, soprattutto, negavano che le finanziarie della famiglia Agnelli avessero avviato, a quella data, attività e contatti sul mercato in vista della prossima scadenza del convertendo. Secondo il giudice, le prove fornite dall'autorità di vigilanza dimostravano che alla data di diffusione dei comunicati stampa sul mercato, la *Exor* si era già assicurata la disponibilità del quantitativo di azioni necessario ad evitare la perdita della posizione di maggioranza relativa nel gruppo, rendendo così vane quelle aspettative di mercato circa la possibilità che il controllo del gruppo automobilistico italiano potesse essere conteso. Tale informazione, infatti, secondo la Corte, assumeva tutte le caratteristiche di un'informazione privilegiata ai sensi e per gli effetti dell'art. 181 tuf.

La condotta tenuta dagli esponenti aziendali di Ifil spa e di Giovanni Agnelli C. sapa, in altri termini, integrava pienamente l'illecito di manipolazione del mercato, quanto meno nella fattispecie meno grave di illecito amministrativo ex art. 187-ter, poiché condotta già da sola potenzialmente decettiva e perturbativa del mercato: l'omissione dell'informazione al mercato sul contratto di *equity swap* che assicurava la provvista di azioni e stabilizzava e blindava il pacchetto di controllo del socio di maggioranza relativa era chiaramente idonea ad alterare il libero gioco della domanda e dell'offerta relativa al titolo in oggetto. Con tale comportamento, infatti, i vertici del gruppo avevano impedito una simultanea e completa conoscenza al mercato delle notizie relative al gruppo medesimo.

La fattispecie di manipolazione del mercato, che il legislatore configura come illecito amministrativo, sarebbe ampia nella formulazione, assicurando così una tutela anticipata del mercato finanziario, colpendo fenomeni ed operazioni di mercato molto differenti dalle classiche frodi talvolta privi dell'elemento psicologico del dolo, anche solo generico, e dell'intento fraudolento, ma ugualmente capaci di influire sui meccanismi di formazione della domanda e dell'offerta degli strumenti finanziari e, dunque, sui loro prezzi<sup>104</sup>.

Dalla pronuncia in esame si evince che l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato viene qualificato come tentativo del reato speciale previsto e punito dall'art. 185 tuf<sup>105</sup>. La Corte, invero, sembrava respingere la tesi di chi sosteneva che tra le due disposizioni vi fosse un rapporto di specialità, quale quello codificato nell'art. 9 l. 689/1981, poiché, secondo la Corte tra le due norme non vi sarebbe una situazione di conflitto apparente, bensì semplice *interferenza*: la conseguenza, sul profilo sanzionatorio, non è la specialità della sanzione, con espunzione di quella generale, bensì il cumulo della sanzione penale e della sanzione amministrativa, precisando, altresì, che il cumulo tra le sanzioni non è impossibile, anzi lo stesso legislatore alle volte lo prevede<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> “L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato sembra dunque perseguire condotte caratterizzate da un minor grado di offensività e disvalore sociale rispetto a quelle sanzionate dall'illecito penale di cui all'art. 185 TUF, sebbene si caratterizzi, d'altro canto, per una anticipazione della tutela rispetto a quella assicurata dalla fattispecie penale; ciò deriva dalla inclusione nella fattispecie, oltre che delle notizie, anche delle informazioni e delle semplici voci, da un lato, nonché dalla considerazione del carattere anche solo fuorviante delle informazioni, che postula un grado attenuato di falsità, dall'altro”: così SPORTA CAPUTI, *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Le Società*, 2008, 9, p.1109

<sup>105</sup> Nello stesso senso, tra gli altri, PALIERO, *Market abuse e legislazione penale: un connubio tormentato*, *Corr. Mer.*, 2005, p. 811

<sup>106</sup> La pronuncia richiamata non è la sola che ha tentato di distinguere tra illecito penale e illecito amministrativo. Così anche Cass. pen. 2 maggio 2006, n. 15199, in *ilcaso.it*, richiamata da BRUNO-DI PRISCO, *Market abuse directive e ruolo della Consob: della manipolazione del mercato e della tutela dell'attività di vigilanza della Consob*, in *Corriere Giur.*, 2008, 4, p. 452, nella quale si legge: “Le fattispecie previste dagli artt. 185 e 187-ter d.lgs. n. 58 del 1998, entrambe riferite a casi di

Le argomentazioni della Corte, sebbene convincenti, non risolvono il problema di una duplicazione di norme che crea, e creerà anche in futuro, problemi di non facile soluzione.

Sebbene, infatti, tanto le disposizioni relative alla manipolazione del mercato, quanto quelle sull'abuso di informazioni privilegiate, siano state formulate ricalcando le previsioni della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, il legislatore italiano avrebbe potuto compiere uno sforzo in più per essere maggiormente chiaro e preciso, come del resto è avvenuto in altri Paesi dell'Unione, come l'Inghilterra<sup>107</sup>.

---

manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali che agevolano la risoluzione dei problemi applicativi. In particolare, tra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata descrizione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste in essere dal mercato, dato, questo, presente solo nella disposizione penale. L'art. 185 d.lgs. cit., infatti, punisce chiunque ponga in essere operazioni simulate o altri artifici che siano concretamente idonei a provocare "una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari", mentre nella previsione di cui all'art. 187-ter d.lgs. cit. manca ogni riferimento a tale dato quantitativo e alla stessa "idoneità" della condotta. L'art. 187-ter d.lgs. cit. non, infatti, riferibile a condotte qualificabili *lato sensu* come "truffaldine" o "artificiose", in quanto realizza una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un "disturbo" dei mercati finanziari. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché in quei casi in cui tali azioni siano idonee a concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari. Soltanto quando non vi siano condotte così tipizzate e manchi siffatta idoneità alterativa potrà trovare applicazione l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter d.lgs. n. 58/1998, che si concretizza appunto come fattispecie di pericolo astratto".

<sup>107</sup> Nel Regno Unito, il FSMA 2000 prevede sei diverse condotte che integrano la manipolazione di mercato, nella s 118: (a) *Manipulating transactions: Effecting transactions or orders to trade which give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or a sto the price of, one or more qualifying investments; questo comportamento non integra, però, abuso di mercato se si fonda su ragioni legittime e in conformità delle pratiche di mercato generalmente accettate;* (b) *Manipulating transactions: Effecting transactions or orders to trade which secure the price of one or more qualifying investments at an abnormal or artificial level, esso corrisponde al secondo tipo di condotta presa in considerazione dal FSMA 2000 e può, per le ragioni di cui sopra, non costituire di per sé abuso di mercato;* (c) *Manipulating devices: Effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance;* (d) *Dissemination: Disseminating, by any means, informations which gives, or is likely to give, a false or misleading impression as to a qualifying investment by a person, if the person disseminating knows or may reasonably be expected to know that the information is false or misleading;* (e) *Misleading behavior: Behaviour which is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price of, qualifying investments and which fails the regular user test (s 118(8)(a));* (f) *Distortion: Behaviour which would be, or be likely to be, regarded by a regular user of the market as behavior that would distort, or would be likely to distort, the market in a qualifying investment and which fails the regular user test (s 118(8) (b)).* Peraltro la s 397 punisce penalmente la creazione di un falso mercato: altro non configura, questa condotta, una forma di manipolazione del mercato.

### **3.1 Esempi di condotte manipolative sanzionate dalle autorità**

Una delle condotte sanzionate dalla Consob ai sensi e per gli effetti dell'art. 187-ter tuf è stata la condotta di due soggetti che hanno inserito a breve distanza di tempo proposte di negoziazione di acquisto e vendita sugli stessi strumenti finanziari in un brevissimo lasso di tempo, dando luogo a operazioni incrociate.

In particolare “nel periodo marzo – maggio 2008, due persone fisiche effettuavano operazioni incrociate su 45 strumenti finanziari negoziati sull'MTA. Gli “incroci” erano realizzati mediante l’inserimento di proposte di negoziazione in acquisto e in vendita da due conti diversi e a breve distanza di tempo. La Consob contestava ai due soggetti l’illecito di manipolazione del mercato ai sensi dell’art. 187-ter, comma 3, lett. a), TUF, richiamando la comunicazione n. 5078692/2005 che riproduce gli esempi di manipolazione del mercato formulati dal CESR e, tra questi, nell’ambito delle c.d. *False/misleading transactions*, gli *improper matched orders*, definiti come “operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da soggetti che agiscono di concerto contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi”. In particolare, l’Autorità di Vigilanza riteneva che le operazioni presentassero carattere di anomalia analizzando il volume degli incroci in rapporto al volume totale delle operazioni poste in essere tramite ciascun conto; la dimensione media delle operazioni; la quota del volume degli scambi conclusi sul mercato considerata “rilevante” relativamente ad alcuni strumenti finanziari; il mercato non liquido degli strumenti finanziari oggetto degli incroci. La Consob esaminava, inoltre, le motivazioni compiute sui conti e in particolare le modalità con

le quali erano stati effettuati bonifici di somme. Riteneva le operazioni idonee a fornire indicazioni false e fuorvianti sulla domanda e l'offerta degli strumenti finanziari, sulla base in particolare del volume delle operazioni incrociate, superiore in alcune occasioni al 30% degli scambi giornalieri. I due soggetti adducevano la casualità degli incroci, dovuti a semplice "similitudine dei criteri di scelta dei titoli su cui operare". La Consob, sulla base degli elementi analizzati e della considerazione del rapporto parentale tra i due (tale da far ritenere la volontarietà della condotta) ha sanzionato i due soggetti ai sensi degli artt. 187 *ter* e 187 *quater* TUF<sup>108</sup>.

Altra condotta considerata rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina sulla manipolazione di mercato è la mancata comunicazione dell'esistenza di patti parasociali. Anche la condotta semplicemente omissiva, dunque, può rilevare ai fini dell'applicazione della sanzione. La mancata comunicazione dell'esistenza di patti parasociali, infatti, viene considerata condotta artificiosa in quanto presenta carattere fraudolento, tesa ad *alterare* il corretto funzionamento del mercato. L'obbligo di comunicazione di un patto parasociale è espressamente previsto dall'art. 122 *tuf* e, secondo dottrina e giurisprudenza, discende dalla constatazione secondo cui a *determinare* le scelte degli investitori non sono soltanto gli assetti economici desumibili dai documenti contabili, ma anche da tutto quello che riguarda gli assetti proprietari all'*interno* di una società. Assicurare, dunque, il corretto funzionamento del mercato significa anche massima trasparenza dell'esistenza di patti che per la loro natura possono *determinare alterazione* delle dinamiche di aggregazione delle forze all'*interno* della società.

---

<sup>108</sup> Così da estratto Delibera 8 febbraio 2012, n. 18099, in Bollettino Consob 4.2/2012, in Osservatorio Consob (a cura di Venturini), in Società, 6, 2012, p. 718

L'obbligo di comunicazione dei patti è, altresì, sottolineato nell'art. 106 tuf, che impone a chiunque venga a detenere una partecipazione, a seguito di acquisto, superiore al trenta per cento di promuovere un'opa totalitaria. Con tale sistema si intende tutelare il principio di parità di trattamento tra tutti gli investitori.

Dall'esempio appena riportato, dunque, si può sottolineare come non sempre la condotta di manipolazione del mercato si perfezioni attraverso una condotta commissiva, ben potendo integrare il reato, o l'illecito, anche una condotta di carattere omissivo.

Oltre alla mancata comunicazione di patti parasociali, altra condotta considerata artificiosa, e perciò sanzionata perché in grado di manipolare il mercato, è individuata in *pseudo cross orders* (anche detti *improped matched orders*)<sup>109</sup>. Essi hanno un profondo carattere manipolativo poiché consistono in ordini di acquisto e vendita immessi da soggetti che agiscono contemporaneamente o in un breve lasso di tempo, in modo da raggiungere il risultato dello scambio. Si tratta di operazioni molto simili a quelle figurative e dovrebbero essere escluse dal book, un registro elettronico che automaticamente consente l'incontro della domanda e dell'offerta destinate a incrociarsi. Piuttosto che essere esclusi, questi ordini vengono registrati e

---

<sup>109</sup> È bene ricordare come funziona lo scambio sul mercato, per meglio comprendere il funzionamento di questi *pseudo cross orders* e il carattere manipolativo che potrebbero assumere. A) Una prima modalità di scambio, dove generalmente venditore e compratore restano anonimi, consiste nell'immissione "di continuo" di ordini di acquisto e vendita sul book. Lo scambio avviene alle migliori condizioni possibili e il prezzo viene registrato e comunicato al pubblico in modo che gli altri investitori possano controllarne l'evoluzione; può accadere anche che un investitore voglia spostare titoli tra due portafogli di sua proprietà. In questo caso il *cross orders* è ammesso, per assicurare all'investitore che i suoi ordini di acquisto e vendita si incontrino. B) L'investitore, però, sarà obbligato a comunicare al sistema che le due proposte provengono dallo stesso operatore in modo che lo scambio sia escluso dal calcolo dei prezzi ufficiali e di riferimento, in quanto transazione figurativa. C) Altra modalità consiste nello scambio di grandi quantitativi di titoli che vengono movimentati tra due parti determinate che si accordano prima della chiusura formale della transazione, al di fuori del mercato regolamentato. Entro quindici minuti gli intermediari sono tenuti a comunicare tutte le caratteristiche della transazione, che entro quarantacinque minuti la società di gestione deve rendere pubblica, compreso il prezzo al quale lo scambio è avvenuto.

di essi è data comunicazione al pubblico per evitare che si mostri la contestualità delle operazioni. In tal modo, queste operazioni contribuiscono a *determinare* una variazione delle statistiche dei prezzi e dei volumi di mercato, così risultando idonee ad influenzare i comportamenti degli investitori sul mercato.

Anche queste sono soltanto alcune delle condotte considerate sanzionabili, che, per essere tali, devono *determinare* un'alterazione del prezzo dei titoli sul mercato. Si tratta della cosiddetta *price sensitivity*, cioè la caratteristica che fotografa la manovra speculativa sullo specifico strumento finanziario, di cui in seguito<sup>110</sup>.

#### **4. L'informazione privilegiata**

L'informazione privilegiata nell'ordinamento italiano è definita dall'art. 181 tuf come quell'informazione “di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, una o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari”<sup>111</sup>. La disciplina dell'informazione privilegiata rientra nell'ambito della più ampia disciplina sull'informazione societaria di cui agli artt. 113 e ss. tuf. In particolare, l'art. 114 disciplina gli obblighi informativi verso il pubblico degli investitori da parte delle società emittenti titoli quotati in borsa<sup>112</sup>.

---

<sup>110</sup> MUSCO, I nuovi reati societari, cit., p. 281

<sup>111</sup> La definizione contenuta nel tuf riprende esattamente la definizione di informazione privilegiata che Parlamento e Consiglio Europeo forniscono nel considerando n. 16 della direttiva 2003/6/CE. La definizione non si discosta, dunque, da quella contenuta nell'art. 1 della direttiva medesima.

<sup>112</sup> Art. 114 TUF: “1. Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione del mercato con le

---

proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo 64, comma 1, lettera b).

2. Gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste.

3. I soggetti indicati nel comma 1 possono, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza. La Consob, con regolamento, può stabilire che l'emittente informi senza indugio la stessa autorità della decisione di ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate e può individuare le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato.

4. Qualora i soggetti indicati al comma 1, o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni indicate al comma 1 ad un *terzo* che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1, ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale.

5. La Consob può, anche in via generale, richiedere ai soggetti indicati nel comma 1, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122 che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente.

6. Qualora i soggetti indicati nel comma 1 oppongano, con reclamo motivato, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5, possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La Consob, entro sette giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Trascorso tale *termine*, il reclamo si intende accolto.

7. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione in un emittente quotato e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate indicate al comma 1 e detengano il *potere* di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato, chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato, devono comunicare alla Consob e al pubblico le operazioni, aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati, da loro effettuate, anche per *interposta* persona. Tale comunicazione deve essere effettuata anche dal coniuge non separato legalmente, dai figli, anche del coniuge, a carico, nonché dai genitori, i parenti e gli affini conviventi dei soggetti sopra indicati, nonché negli altri casi individuati dalla Consob con regolamento, in attuazione della direttiva 2004/72/CE della Commissione, del 29 aprile 2004. La Consob individua con lo stesso regolamento le operazioni, le modalità e i *termini* delle comunicazioni, le modalità e i *termini* di diffusione al pubblico delle informazioni, nonché i casi in cui detti obblighi si applicano anche con riferimento alle società in rapporto di controllo con l'emittente nonché ad ogni altro ente nel quale i soggetti sopra indicati svolgono le funzioni previste dal primo periodo del presente comma.

8. I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare

l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro *interesse* o conflitto di *interessi* riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.

9. La Consob stabilisce con regolamento: a) disposizioni di attuazione del comma 8; b) le modalità di pubblicazione delle ricerche e delle informazioni indicate al comma 8 prodotte o diffuse da emittenti quotati o da soggetti abilitati, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi.

10. Fatto salvo il disposto del comma 8, le disposizioni emanate ai sensi del comma 9, lettera a), non si applicano ai giornalisti soggetti a norme di autoregolamentazione equivalenti purché la loro applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti. La Consob valuta, preventivamente e in via generale, la sussistenza di dette condizioni.

L'informazione potrebbe, invece, non essere considerata privilegiata quando si tratta di valutazioni e ricerche elaborate partendo da dati già pubblici<sup>113</sup>.

---

11. Le istituzioni che diffondono al pubblico dati o statistiche idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), devono divulgare tali informazioni in modo corretto e trasparente.

12. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche ai soggetti italiani ed esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani”.

<sup>113</sup> Vedi considerando (31) Direttiva 2003/6. In giurisprudenza la Cass. Pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588 afferma che: “con il succedersi degli *interventi* modificativi del testo unico della finanza, l'attenzione punitiva del legislatore si è spostata dalla propalazione di una notizia riservata all'abuso del possesso di informazione privilegiata, sottolineando in tal modo l'antidoverosità della condotta – più che nella diffusione di un dato pressoché segreto – nello sfruttamento (ritenuto sleale nei confronti della dinamica informativa del mercato mobiliare) delle potenzialità cognitive, pertinenti all'esercizio di alcune funzioni societarie. Il privilegio cognitivo dell'autore del fatto può ritenersi consentito soltanto se discendente da un giustificato motivo di apprendimento o se frutto di ricerca o di esperienza professionale. L'indeterminatezza della nozione di “informazione riservata”, invero, consentiva di punire condotte in se lecite e non contrassegnate da effettivo uso illecito del maggior portato informativo, rischiando un eccesso di repressione (fenomeno che la dottrina sassone qualifica come *overkilling*), così riducendo l'area illecita al solo “abuso” e non all'uso della notizia”: (nei fatti si trattava dell'addebito di avere ricevuto, tramite una serie di telefonate provenienti dal Responsabile dell'Ufficio “Pianificazione/partecipazioni” presso BANCA INTESA, informazione di carattere privilegiato e di averla (proficuamente) utilizzata per una speculazione mobiliare. BANCA INTESA era sul punto di cedere, al prezzo minimo di L. 1.300 miliardi, il pacchetto di maggioranza (55% del capitale) di BANCA LEGNANO, che aveva acquisito al proprio patrimonio a seguito dell'incorporazione (nel dicembre 1999) nel contesto della fusione (perfezionatasi il 19.12.2000) con BANCA COMMERCIALE ITALIANA (originaria titolare del cespite). Bastarono pochi cenni sull'argomento, già trapelato negli ambienti finanziari milanese, per consentire ai vertici di BANCA PROFILO di programmare una lucrosa operazione, presagendo dalla OPA che sarebbe stata lanciata dopo l'acquisto, un forte rialzo della quotazione delle azioni di BANCA LEGNANO. In un primo tempo BANCA PROFILO fu *interessata* a rilevare l'intero novero delle azioni, disegno abbandonato perché i vertici dell'azienda bancaria appresero che vi erano altri concorrenti che si apprestavano a chiudere l'affare (si trattava di BANCA POPOLARE DI MILANO, essendo nel frattempo, receduta CARIGE). La cessione del pacchetto di maggioranza di BANCA LEGNANO ebbe effettivamente luogo, nel contesto dell'accordo *intercorso* tra BANCA INTESA e BANCA POPOLARE DI MILANO (così cessionaria del 55% del capitale dell'azienda di credito di Legnano), al prezzo di 1.300 miliardi. L'operazione che BANCA INTESA e BANCA POPOLARE DI MILANO avevano divisato da tempo fu accompagnata da accertamenti svolti dai vertici di BANCA INTESA, al fine di assicurarsi un'eventuale valida *alternativa* nell'ipotesi che il principale *interlocutore* si fosse ritirato e non avesse confermato la disponibilità contrattuale manifestata quanto al range di prezzo. Nel dicembre 2000 l'amministratore delegato di BANCA INTESA incaricò A.A. di contattare i responsabili di BANCA PROFILO e, segnatamente, il C. (che A. non aveva in precedenza conosciuto, secondo la versione dell'A. medesimo) poiché questi si era già detto, mesi prima, *interessato* all'acquisto del pacchetto azionario in discorso (cfr. Sent. Trib. Milano, pag. 35). Così l'A.A., in una conversazione telefonica, indicò (o lasciò eloquentemente intendere) l'ammontare del prezzo (di L. 1.300 miliardi) dedotto nella trattativa in atto, così palesando quale era a quel momento la soglia utile per la conclusione dell'affare. Inoltre implicitamente svelò la presenza di offerte provenienti da altri soggetti (i cui nominativi non vennero, però, rivelati) e - soprattutto - segnalò l'estrema urgenza nel ricevere risposta, poiché la trattativa con quei *terzi* soggetti era già in fase operativa (il senso delle telefonate è riportato, nelle versioni dei due *interlocutori*, in Sent. Trib. Milano, pag. 36/37). Presagendo il forte apprezzamento del titolo in Borsa, connesso al lancio dell'OPA, gli imputati decisero di acquistare, tra il 14.12.2000 ed il 19.12.2000, n. 579.500 azioni di BANCA LEGNANO (1,1% del relativo capitale), titoli che rivendettero in data 20.12.2000, quando la diffusione della notizia sugli organi di stampo spinse il titolo ad un sensibile incremento di valore (pervenendo ad un prezzo assai prossimo a quello dell'OPA). Il profitto per BANCA PROFILO fu di L. 5.235.000.000, cioè il 44% del capitale investito. Infatti, subito dopo le

La definizione di informazione privilegiata richiama quella contenuta nella Direttiva comunitaria del 2003, alla quale l'Italia, ed altri Stati membri tra cui il Regno Unito, hanno fatto riferimento<sup>114</sup>.

Comprendere il significato della locuzione è fondamentale perché da esso dipende la configurazione o meno dell'abuso di mercato nella forma dell'abuso di informazioni privilegiate o della manipolazione del mercato, anche se l'informazione è, a seconda del reato di cui trattasi, da vedersi da due differenti angolazioni. Peraltro, la funzione di efficienza del mercato non

---

conversazioni telefoniche, C. dispose in via di urgenza - nella stessa data 15.12.2000 - una riunione (convocata per via telefonica) dei vertici di BANCA PROFILO, presso lo studio di tal Dr. AN., a cui parteciparono 6 sui 7 membri del Comitato esecutivo - per valutare le opportunità che le notizie avevano dischiuso (sul cui svolgimento cfr. le osservazioni di Sent. Trib. Milano, pag. 38 e ss.). Fu, quindi, deciso di chiedere, all' A. proroga per la comunicazione della disponibilità alla partecipazione nell'affare (che BANCA PROFILO riteneva in sé interessante, Sent. Trib. Milano, pag. 41). Ma l' A., nell'ultima telefonata (a tarda sera), segnalò che ormai non vi era più possibilità alcuna, perché “fuori tempo massimo”. BANCA PROFILO dispose per ulteriori acquisti di consistente numero di azioni di BANCA LEGNANO, operazioni che reiterò ancora nei giorni successivi al 15 dicembre.

L'incetta delle azioni effettuata da BANCA PROFILO sul mercato mobiliare concorse alla lievitazione del prezzo del titolo BANCA LEGNANO, determinando un andamento ritenuto anomalo (all'elevazione della quotazione concorso anche altro soggetto finanziario, GARFIN Spa., che, in quel medesimo turno di tempo, si approvvigionò dei detti titoli). Pertanto, BANCA POPOLARE MILANO, direttamente interessata quale (necessaria) promotrice dell'OPA (ritenendosi pregiudicata dalla condotta degli imputati, che aveva spinto vertiginosamente il titolo in salita, con conseguente aggravio finanziario per l'OPA obbligatoria che sarebbe succeduta alla cessione del capitale di controllo di BANCA LEGNANO), inviò un esposto a CONSOB perché dispiegasse indagine sulle ragioni del forte apprezzamento del titolo negli ultimi giorni.

Furono, quindi, promossi accertamenti ad opera di CONSOB. Dalle indagini fu possibile accertare che BANCA PROFILO (agendo per conto di Banque Nazionale de Paris - Suisse) - nel volgere di pochi giorni - si era resa acquirente in Borsa di un cospicuo pacchetto di azioni, titoli che rivendeva nella giornata del 19.12.2000, con ragguardevole guadagno speculativo.

Venne aperto il processo in cui si costituirono parti civili sia BANCA POPOLARE DI MILANO sia CONSOB, quest'ultima valendosi del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, innovativo art. 187-undecies, comma 2).

<sup>114</sup> Anche nel Regno Unito il FSMA 2000 è stato integrato con le prescrizioni contenute nella direttiva comunitaria del 2003. La *Section 118C* l'informazione privilegiata come una “information of a precise nature which - a) is not generally available; b) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of the qualifying investments or to one or more of the qualifying investments; c) would if generally available, be likely to have a significant effect on the price of qualifying investments or on the price of the related investments...”. Secondo la recente giurisprudenza italiana, Cass. Pen. 8588/2010, “l'informazione non può essere considerata privilegiata, e quindi elementi della condotta di “insider trading”, se è pubblica. La pubblicità si individua con riferimento alla potenzialità diffusiva dell'informazione attraverso un numero indeterminato di persone. La pubblicità dell'informazione che ne esclude la qualificazione come privilegiata riguarda non l'universalità dei soggetti, bensì un numero indeterminabile di persone ovvero un ambito caratterizzato dalla potenziale estensione diffusiva”; per un confronto: FRENCH-MAYSON-RYAN, *Company Law*, 28th Edition, 2011-2012, Oxford University Press.

può non tenere conto dell'informazione<sup>115</sup>, nel senso che il mercato per essere efficiente deve essere sufficientemente informato, fino a divenire il luogo dove le informazioni vengono portate a conoscenza del pubblico<sup>116</sup>.

A prescindere dalla definizione contenuta nella direttiva, e ripresa dal tuf, che resta base fondamentale per comprendere quando si possa parlare di informazione privilegiata, questo è concetto difficile da definire nei fatti<sup>117</sup>.

Vi sono, infatti, informazioni che, sebbene privilegiate, devono essere rese pubbliche e informazioni che devono invece rimanere riservate<sup>118</sup>.

Per definizione letterale è “informazione un qualsiasi dato o elemento che permette di venire a conoscenza di un fatto o una situazione; in accezione più generale il *termine* indica l'intero sistema di comunicazione con cui l'opinione pubblica viene messa a conoscenza di ciò che accade”. Quando l'informazione è riservata, evidentemente si perde quel

---

<sup>115</sup> CESARINI, *Aspetti economico aziendali dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario, L' "insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, p. 111 ss.

<sup>116</sup> MONTI – ONADO, *Il mercato monetario e finanziario*, Bologna, 1982

<sup>117</sup> Così, tra gli altri, anche NAPOLEONI, voce *Insider trading*, in *Digesto Pen.*, IV ed., Torino, 2008, il quale manifesta dubbi anche nei confronti della disciplina attuale.

<sup>118</sup> Per una definizione in concreto di informazione privilegiata, Cass. pen. 7 novembre 2008, n. 48005, in *Giur. It.*, 2010, 2: la Corte di sofferma sul concetto di non pubblicità della notizia. Questo escluderebbe le notizie di dominio pubblico, quelle a conoscenza di più soggetti o dagli stessi facilmente conoscibili. “Deve considerarsi privilegiata, in quanto non accessibile al pubblico, l'informazione che, sebbene nota ai collaboratori dell'intermediario nell'esercizio della loro attività professionale, non lo è ai potenziali investitori sul mercato telematico, in quanto il concetto di "pubblico" non può coincidere con i collaboratori dell'intermediario”. Vedi anche Corte d'Appello Milano 27 giugno 2011, in *Le Società*, 2011, 9, p.1101: la pronuncia della Corte, nel definire la nozione di informazione privilegiata, guarda al carattere non pubblico della stessa e al suo grado di specificità, che avrebbe consentito ad un investitore ragionevole di carpire l'influenza della medesima sui titoli cui la stessa si riferiva. Sebbene si trattava di una ricerca a livello internazionale, “un conto è sfruttare lecitamente il contenuto di una ricerca, altro conto è avvantaggiarsi illecitamente dell'anticipata conoscenza dell'imminenza della sua pubblicazione, suscettibile di incidere sul corso degli strumenti finanziari”; non troverebbe, dunque, applicazione il considerando (31) della direttiva del 2003. Peraltro, secondo la Corte, il carattere *price sensitive* dell'informazione derivava da tre fattori: a) dal fatto che il *target price* era notevolmente superiore al prezzo di mercato; b) dalla qualità dell'intermediario cui era riconducibile la ricerca; c) dall'autorevolezza dell'autore della stessa, posto che uno studio da parte di un analista del mercato è di per sé sempre idoneo ad influire sull'andamento del titolo.

carattere di generalità che è propria dell'informazione letteralmente intesa. Per questo è bene verificare quando un'informazione deve essere generalmente diffusa, nel nostro caso sul mercato, evitando di farla propria e utilizzarla a proprio vantaggio, e quando invece l'informazione deve restare riservata ed è vietato diffonderla o comunicarla a *terzi* che potrebbero personalmente avvantaggiarsene. Cosa diversa, poi, accade quando l'informazione in realtà non esiste, perché ciò che viene diffusa è un'informazione falsa.

Dall'informazione vera e propria, come definita letteralmente poco sopra, deve essere distinto il cosiddetto *rumor*, la “voce di corridoio”, che nulla ha a che fare con il concetto di informazione privilegiata propria delle condotte di cui trattasi. L'informazione è, ad avviso di chi scrive, rilevante quando certa è innanzitutto la sua fonte. Inoltre deve essere caratterizzata da riservatezza, il che esclude che possa considerarsi riservata un'informazione che ha precedenti in notizie apparse su quotidiani nazionali o è frutto di notizie ascoltate origliando e, come tali, possono essere riportate in modo distorto e non veritiero. L'informazione cui ci si deve riferire nell'ambito degli abusi di mercato è un'informazione concreta, che abbia un fondamento e che sia divulgata a pochi, o utilizzata da un singolo, con lo specifico scopo di avvantaggiarsene, con la consapevolezza che quella informazione potrebbe avere, vista la portata, conseguenze rilevanti sull'operazione che si sta per compiere. Deve, insomma, essere un'informazione che non produce un vantaggio casuale e ipotetico, come nel caso di notizie che circolano nei corridoi, bensì un'informazione che si conosce essere fondamentale per orientare i comportamenti degli investitori. Altrimenti si potrebbe determinare una situazione in cui sarebbe difficilissimo individuare soggetti non punibili ai sensi del tuf. Spesso, da quando la normativa sugli abusi di

mercato ha fatto ingresso in tutti gli ordinamenti, si tralascia che è il mercato stesso ad avere “fame” di informazioni, sono le stesse informazioni che fanno del mercato il luogo di scambio tra domanda e offerta e perciò stesso non possono essere considerate tutte rilevanti e non circolabili se non immediatamente diffuse a tutto il pubblico degli investitori<sup>119</sup>. Per ciò che concerne i *rumors*, la Consob, in una delibera del 28 marzo 2006, DME n. 6027054, ha precisato che in presenza di notizie di pubblico dominio, le quali non siano state diffuse secondo le modalità di cui all’art. 66 Regolamento Emittenti (Delibera 14 maggio 1999, n. 11971), concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria e operazioni di finanza straordinaria degli emittenti ovvero l'andamento dei loro affari, l'art. 66, VIII, del RE impone l'obbligo di informare il pubblico circa la veridicità di tali notizie (c.d. *rumor*), quando il prezzo degli strumenti finanziari subisce variazioni rilevanti rispetto all’ultimo prezzo del giorno precedente. Tale obbligo, a differenza di quello che riguarda l’attività di *disclosure* ai sensi dell’art. 114, I, tuf, non sorge in base all'idoneità ex ante della notizia ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, ma in seguito all’alterazione del prezzo da valutarsi ex post. Per ciò che attiene a tipo di variazione del prezzo, la Commissione sottolinea che non sussiste uno scostamento rilevante nell'ipotesi in cui le variazioni del prezzo dei titoli quotati sono in linea con l'andamento del mercato o del settore di appartenenza. L’obbligo di comunicazione al pubblico in caso di fuga di notizie in merito a informazioni rilevanti sussiste, comunque, secondo la delibera in esame, anche in assenza di *rumour* e/o andamento irregolare dei relativi titoli quotati;

---

<sup>119</sup> Il riferimento a circostanze esistenti o ad un evento realizzatosi, quali fenomeni obiettivamente accertabili, o almeno ragionevolmente prevedibili, non lascia spazio ad accadimenti futuri ed incerti, che, pertanto, non possono in alcun modo concorrere a configurare fattispecie tipiche di informazioni privilegiate: così GIANNI, *Market Abuse: l'informazione privilegiata e il mercato*, Relazione al Convegno Synergia Formazione “*Market Abuse*”, Milano, 16 novembre 2009, [www.gop.it](http://www.gop.it)

questo per il solo fatto che sarebbe venuta meno la confidenzialità di tali informazioni.

Il comma 2 dell'art. 181 tuf puntualizza, poi, che in relazione ai derivati su merci (anche qui riprendendo quanto disposto nella direttiva comunitaria), per informazione privilegiata si intende un'informazione di *carattere* preciso che non è stata resa pubblica e che concerne direttamente o indirettamente i derivati e che gli operatori sul mercato si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato in esso ammesse. La direttiva 2004/72/CE della Commissione, recante modalità di esecuzione della direttiva del 2003, per quanto attiene l'informazione privilegiata riguardante derivati su merci, precisa all'art. 4 che, ai fini dell'applicazione della definizione contenuta nell'art. 1 della direttiva, si ritiene che “gli utenti dei mercati su cui sono negoziati gli strumenti derivati su merci si aspettano di ricevere un'informazione concernente, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti derivati siffatti quando tale informazione a) è messa comunemente a disposizione degli utenti di tali mercati, o b) è soggetta all'obbligo di divulgazione a norma di disposizioni legislative e regolamentari, nonché delle regole, dei contratti e degli usi vigenti sul mercato delle merci sottostanti o sul mercato dei derivati su merci”. Un'informazione è precisa se: “a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lett.a) sui prezzi degli strumenti finanziari” (art. 181 tuf, III)<sup>120</sup>.

---

<sup>120</sup> Il FSMA 2000 anglosassone segue, esattamente, lo stesso schema di quello italiano, confermando che la direttiva ha forse raggiunto lo scopo di uniformare le legislazioni degli Stati membri dell'Unione in materia di abusi di mercato, e nella *Section 118C(5)* stabilisce che: *Information is precise if: “(a)*

“Una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l’integrità del mercato; al contrario, la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può *determinare* il venir meno della fiducia degli investitori nell’integrità dei mercati finanziari. Gli operatori economici professionisti dovrebbero dare il loro contributo all’integrità del mercato con diversi strumenti. Tali misure potrebbero comprendere, ad esempio, la creazione di “*grey lists*”, l’applicazione di “*window trading*” alle categorie sensibili del personale, l’applicazione di codici *interni* di comportamento e la creazione di “*muraglie cinesi*”. Tali misure preventive possono contribuire a *combattere* gli abusi di mercato solo se sono applicate con *determinazione* e controllate debitamente. Un adeguato controllo della fase attuativa implicherebbe, ad esempio, la designazione di funzionari a ciò preposti all’interno degli organismi *interessati* e controlli periodici eseguiti da auditor indipendenti”<sup>121</sup>.

Quando, infine, si tratta di persone incaricate di eseguire ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata deve intendersi anche quell’informazione trasmessa da un cliente e relativa ad un ordine di esecuzione, che è precisa e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari e che, se resa pubblica, potrebbe influire sensibilmente sul prezzo dei suddetti strumenti.

L’informazione, infine, è, come detto, anche riservata, e quindi, se resa pubblica, potrebbe influire sui prezzi degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione, quando si tratta di un’informazione sulla quale, presumibilmente, un investitore

---

*indicates circumstances that exist or may be reasonably expected to come into existence or an event that has occurred or may be reasonably expected to occur, and (b) is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect on the price of those qualifying investments or related investments”.*

<sup>121</sup> Considerando (24) Direttiva 2003/6/CE

ragionevole fonderebbe le proprie decisioni di investimento<sup>122</sup>. È riservata, altresì, quando non è stata resa pubblica o è da trattare come informazione resa pubblica<sup>123</sup>. Il concetto deve essere definito con più precisione: tutta la normativa sugli abusi di mercato presuppone il concetto di informazione. Obiettivo principale, dunque, della normativa è quello di favorire la diffusione dell'informazione sul mercato ed evitare che si creino, a causa della carenza di informazione, effetti distorsivi dei meccanismi economici. Infatti, “quanto maggiori e significative saranno le informazioni possedute dagli investitori, tanto più “equa”, e cioè rispondente al reale valore dei titoli, sarà pertanto la valutazione di mercato degli stessi”<sup>124</sup>.

Dall'informazione riservata deve essere distinta la diversa informazione rilevante ai fini della manipolazione del mercato. Si tratta di un tipo di informazione differente, in quanto caratterizzata dalla falsità e accompagnata da artifici o operazioni simulate.

Procediamo con ordine. L'informazione rilevante ai sensi degli artt. 185 e 187-ter tuf è quella non vera e resa pubblica, così determinando sul mercato parità di condizioni nelle operazioni di scambio, ma sulla base di informazioni del tutto alterate. Si tratta di informazioni non connotate dal vero, escluse quelle esagerate o tendenziose, che, tuttavia, possono

---

<sup>122</sup> La Section 118C(6) FSMA 2000 precisa anch'essa che per una “*information would be likely to have a significant effect on price if and only if is information of a kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decision*”.

<sup>123</sup> La precisazione deriva dalla definizione di inside information contenuta nel UK CJA 1993, oggi ripreso e approfondito nel FSMA 2000, il quale stabilisce che l'informazione deve intendersi non resa pubblica o da trattare come se resa pubblica: “- *if the information is published in accordance with the Rules of a regulated market for the purpose of informing investors and their professional advisors; - if the information is contained in records which, by virtue of any enactment, are given to inspection by the public; - if the information can be readily acquired by those likely to deal in any securities to which the information relates or of an issuer to which the information relates; or – if the information is derived from information which has been made public*”. Definizione mutuata da quanto prescritto dalla vecchia direttiva 89/592/CE, oggi sostituita da quella del 2003.

<sup>124</sup> CARRIERO, *Il problema dell'insider trading*, in *Il Foro Italiano*, 1988, parte V, 146

integrare gli stremi degli “altri artifici”<sup>125</sup>. Nel loro significato tecnico giuridico vanno intese, invece, le operazioni simulate, sia nel senso di operazioni che le parti in realtà non avevano alcuna intenzione di realizzare, sia nel senso di operazioni che mostrano una diversa apparenza rispetto a quella effettivamente voluta. Infine, gli “altri artifici” che rinviano ad atti o comportamenti fraudolenti o ingannatori, desumibili dalle modalità di attuazione (vedremo, infatti, che ad es. costituisce un artificio la mancata comunicazione dell’esistenza di patti parasociali all’*interno* dell’emittente). La prima giurisprudenza ha in passato sostenuto che per aversi artificio non necessariamente lo strumento utilizzato per porlo in essere deve essere illecito, ponendo l’accento sulla rilevanza del contesto spazio-temporale entro il quale la condotta si realizza<sup>126</sup>.

Sia che si tratti di informazione privilegiata, si potrebbe dire in senso stretto, sia che si tratti di una falsa informazione, di operazione simulata o di altri artifici, deve, poi, trattarsi di un’informazione *price sensitive*<sup>127</sup>. La prova che si tratti di un’informazione sensibile è che, se resa pubblica, essa potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli

---

<sup>125</sup> Così MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo-Portale, vol. IX, tomo I, Milano, 1994, p. 350, e MACCARI, *Art. 2637 c.c.*, in AA.VV., *I nuovi illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, a cura di Giunta, Torino, 2002, p. 198; contra, perché ritengono che tali notizie siano comunque da ricondurre a quelle false, poiché il disvalore penale si radica pur sempre nella distorsione della realtà, SEMINARA, *L’agiotaggio* (art. 2637), in AA.VV., *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda-Seminara, Padova, 2002, p. 555 e ORSI, *Aggiotaggio: tutelata solo l’economia pubblica*, in Guida dir., n. 16/2002, p. 80

<sup>126</sup> Così Trib. Milano 11 novembre 2002, in Riv. It. Dir. pen. ec., 2003, p. 747: “l’inganno può essere realizzato attraverso condotte apparentemente lecite, ma che combinate tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell’offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi”; conforme Trib. Milano 17 marzo 2004, in Foro Ambrosiano, 2004, p. 509

<sup>127</sup> “L’idoneità di un’informazione ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari – elemento caratteristico della nozione d’informazione privilegiata – deve valutarsi, a priori, alla luce del contenuto dell’informazione di cui trattasi e del contesto nel quale essa si inserisce: non è quindi necessario esaminare se la sua divulgazione abbia effettivamente influito in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce”: questa la posizione della Corte di Giustizia Unione Europea, sez. III, 23 dicembre 2009, n. 45, in Dir. Pen. E Processo, 2010, 6, p. 761

strumenti. Tale criterio è determinante anche in sede giudiziaria, perché su questo il giudice baserà la propria decisione in relazione alla qualifica dell'informazione. La sensibilità dell'informazione sul prezzo può essere determinata solo al momento della transazione, quando l'informazione non è stata resa pubblica e può non avere alcun impatto sul prezzo<sup>128</sup>. Se la transazione dell'*insider* è molto vicina al momento in cui l'informazione è stata resa pubblica, i giudici potranno basarsi su prove che misurano l'impatto sul prezzo dall'effetto che l'informazione ha avuto sul mercato<sup>129</sup>. Il fenomeno, infatti, produce effetti anticipatori e distorsivi, come tali idonei ad incidere tanto sull'efficienza informativa, quanto su quella valutativa. Chi, infatti, agisce sulla base di informazioni privilegiate e riservate annulla l'eguaglianza tra gli operatori di mercato.

L'*insider trading* determina un ritardo nella diffusione dell'informazione, non la accelera, in quanto chi è in possesso di un'informazione riservata cerca di ritardarne la *disclosure*, in modo da poter sfruttare la situazione di vantaggio informativo.

Dal quadro generale esposto, si comprende come l'informazione sia elemento fondamentale per la disciplina e il contrasto agli abusi di mercato. Guardare al caso concreto, come ormai da prassi, è il modo migliore di approcciare al problema e alla sua soluzione. Per quanto la legislazione, infatti, venga in aiuto il problema non è ancora risolto, né tantomeno completamente disciplinato; l'Unione Europea, conscia di ciò, ha già presentato altra direttiva, più marcatamente sanzionatoria, per contrastare il problema. Il

---

<sup>128</sup> Così RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 56

<sup>129</sup> Così si è regolata la Corte Britannica nel caso *Chase Manhattan Equities Ltd v. Goodman* nel cui giudizio la Corte ha considerato l'uso improprio di informazione, a prescindere dalla condotta criminosa o meno del soggetto, come contraria alla politica pubblica e sol per questo l'operazione, se determinata dall'uso improprio delle informazioni, può essere discrezionalmente inibita dal giudice.

legislatore comunitario, infatti, intende adesso superare il problema legato alla definizione di informazione privilegiata, riferendo l'obbligo di informazione a tutte, ma proprio tutte, le informazioni incluse attualmente nella definizione ed estendendo l'area degli abusi anche alle cosiddette informazioni "rilevanti", quindi anche informazioni che se disponibili ad un investitore ragionevole verrebbero considerate come rilevanti dallo stesso nella decisione delle condizioni relative alle operazioni da effettuare su strumenti finanziari<sup>130</sup>.

Se la questione è diffondere simultaneamente e tempestivamente l'informazione, per consentire agli operatori del mercato, tutti, di agire adeguatamente e consapevolmente, secondo il principio del *market egalitarianism*, il TUF non ci dice chi è tenuto a diffondere l'informazione e come. Eppure la direttiva MAD non manca di accennarvi.

L'art. 6, infatti, lascia agli Stati membri il compito di stabilire che siano gli emittenti strumenti finanziari a comunicare, con mezzi idonei, le informazioni privilegiate relative agli strumenti; l'obbligo di pubblicare l'informazione su *internet* e che essa sia disponibile e fruibile dal pubblico degli investitori, per un periodo adeguato. È prevista anche la possibilità per l'emittente di tardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, per preservare i propri interessi, ma il ritardo non deve fuorviare il pubblico e l'emittente deve essere in grado di preservare la riservatezza dell'informazione, senza che soltanto alcuni ne usufruiscano. È altresì previsto, al paragrafo 7, che le autorità competenti, per garantire il rispetto delle prescrizioni contenute nei paragrafi da 1 a 5, possano adottare tutte le misure necessarie a garantire al pubblico un'adeguata informazione: poco conta, però, la disposizione

---

<sup>130</sup> Art. 6 MAR

comunitaria, se lo Stato membro fa “orecchie da mercante” e attua la direttiva in modo arbitrario.

A proposito di Comunità Europea, è proprio della Corte di Giustizia una delle ultime sentenze in materia di abusi di mercato<sup>131</sup>. La domanda verte sull'interpretazione degli artt. 1 direttiva 2003/6/CE e 1 direttiva 2003/124/CE, presentata nell'ambito di una controversia tra il sig. G. e la società D. AG, a seguito dell'asserita pubblicazione tardiva di informazioni privilegiate da parte della società. Informazione che riguardava le dimissioni anticipate del presidente del direttorio della società D.

Nella sentenza la Corte fa prima una panoramica generale della normativa in materia di abusi di mercato, richiamando tutte le disposizioni di carattere comunitario e i considerando delle direttive di cui sopra, in materia di informazione privilegiata. Essendo, poi, la controversia sorta dinanzi al giudice tedesco, richiama anche la normativa nazionale in materia.

Nei fatti: il 6 aprile 2005 il presidente del direttorio della società D., sig. S., matura la decisione di dimettersi prima della scadenza del mandato. Avrebbe dovuto rimanere in carica fino al 2008. Manifesta questa intenzione al presidente del consiglio di sorveglianza, sig. K., il 17 maggio, così tra il 1 giugno e il 27 luglio vengono informati della decisione di S. altri membri del consiglio di sorveglianza e del direttorio. Dal 10 luglio la società D. aveva pronto un comunicato stampa, una dichiarazione esterna e una lettera per i dipendenti contenenti la decisione di S. Il 13 luglio vengono convocati il comitato di presidenza del consiglio di sorveglianza e il consiglio di sorveglianza rispettivamente per il 27 e per il 28 luglio. Gli avvisi di convocazione non contenevano nessuna

---

<sup>131</sup> Causa C – 19/11, su [diritto.bancario.it/giurisprudenza](http://diritto.bancario.it/giurisprudenza)

notizia in merito al cambio della presidenza del direttorio: S. e K. si accordano solo il 18 luglio per comunicare la notizia delle dimissioni, nonché la nomina del successore nella persona di Z. durante la riunione del consiglio che si sarebbe tenuta il successivo 28 luglio. Durante la riunione del comitato di presidenza, il 27 luglio, il comitato propone al consiglio di sorveglianza, che doveva riunirsi il giorno dopo, le dimissioni e la nomina del successore. Il 28 luglio il consiglio decide per le dimissioni di S. alla fine dell'anno e la sostituzione dello stesso con Z. La decisione viene comunicata al *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (Ufficio federale di controllo dei servizi finanziari) e viene pubblicata nella banca dati della *Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität* (società tedesca di pubblicazione ad hoc). Dopo la pubblicazione della notizia il valore delle azioni aumenta notevolmente. Il signor G. e altri soci avevano venduto la partecipazione prima della pubblicazione della notizia. Questo avrebbe arrecato un danno al loro patrimonio, perché se avessero conosciuto la notizia delle dimissioni di S. non avrebbero negoziato il titolo e avrebbero avuto azioni di maggior valore. G. e altri investitori hanno agito per il risarcimento dei danni contro la società dinanzi al *Landgericht Stuttgart*, facendo valere il carattere tardivo della pubblicazione. Il giudice ha chiesto all'*Oberlandesgericht Stuttgart* di pronunciarsi su diverse questioni attinenti a tali controversie nell'ambito di una causa pilota ("*Musterverfahren*"). Nella decisione pilota del 22 aprile 2009, l'*Oberlandesgericht Stuttgart* ha sostenuto che non poteva dimostrarsi l'esistenza di un'informazione privilegiata, già alla data del 17 maggio 2005 o ad una data successiva, secondo cui il sig. S. avrebbe lasciato unilateralmente la sua carica indipendentemente dall'approvazione del consiglio di sorveglianza della D. Il fatto determinante idoneo ad incidere sul prezzo dell'azione era la decisione del consiglio di sorveglianza del 28 luglio. Tale decisione, secondo la corte, era

divenuta sufficientemente probabile dopo che il comitato di presidenza aveva deciso il giorno prima di proporre la decisione al consiglio di sorveglianza. Solo a partire da tale ultima data, dunque, sarebbe esistita un'informazione privilegiata.

Adito con un ricorso, il giudice del rinvio rileva che l'*Oberlandesgericht Stuttgart* non aveva esaminato se le tappe del procedimento che avevano portato alla decisione del 28 luglio fossero tali da incidere sul prezzo delle azioni. Invece, nell'ambito di una causa relativa a un'ammenda nelle stesse circostanze della causa principale, l'*Oberlandesgericht Frankfurt am Main* aveva considerato che riunire diverse circostanze autonome in un'unica decisione globale è contrario al tenore letterale dell'articolo 13, paragrafo 1, del *WpHG*, nonché delle direttive comunitarie e che, pertanto, l'obbligo di pubblicazione esisteva sin dal momento in cui il procedimento interno è sfociato in una decisione e quest'ultima è stata rivelata ad un responsabile della società in questione.

Il *Bundesgerichtshof*, tutto ciò premesso, decideva di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte di Giustizia due questioni pregiudiziali:

1) se gli artt. 1 direttiva 2003/6/CE e 1 direttiva 2003/124/CE devono essere interpretati nel senso che in un fattispecie a formazione progressiva possono assumere il carattere di informazione privilegiata anche le fasi intermedie;

2) se l'art. 1, par. 1, direttiva 2003/124/CE deve essere inteso nel senso che si deve trattare di circostanze ed eventi il cui verificarsi sia altamente probabile.

Relativamente alla prima questione, la Corte esamina le nozioni di "complesso di circostanze" e di "evento" facendo riferimento al loro comune significato, mancando nella

direttiva una definizione delle stesse. Una fase *intermedia* di una fattispecie a formazione progressiva può essa stessa, secondo il giudice comunitario, costituire un complesso di circostanze o un evento secondo il significato comunemente attribuito a tali espressioni: constatazione suffragata dall'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/124. Peraltro, la direttiva comunitaria n. 6 ha lo scopo di assicurare l'integrità dei mercati e tutelare la fiducia che gli investitori ripongono in essi. Tale fiducia riposa, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate e le manipolazioni dei prezzi di mercato. Inoltre, il considerando 24 di detta direttiva esorta ad una comunicazione tempestiva delle informazioni per consentire di mantenere integro il mercato e non minare la fiducia degli investitori. Proprio in virtù di tali considerazioni la Corte afferma che "un'interpretazione delle espressioni «complesso di circostanze» e «evento» che non considerasse le fasi *intermedie* di una fattispecie a formazione progressiva rischierebbe di pregiudicare gli obiettivi ricordati ai due punti precedenti della presente sentenza. Infatti, escludere che un'informazione relativa a una siffatta fase di una fattispecie a formazione progressiva possa essere considerata un'informazione avente un carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, vanificherebbe l'obbligo, previsto all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, di quest'ultima di rendere pubblica tale informazione, anche qualora essa abbia un carattere del tutto specifico e pur in presenza anche degli altri elementi costitutivi di un'informazione privilegiata riportati al punto 25 della presente sentenza. In una situazione del genere, taluni detentori di tale informazione potrebbero trovarsi in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori e potrebbero trarne profitto a scapito di coloro che la ignorano [...] Di

conseguenza, un'informazione relativa ad una fase *intermedia* che si iscrive in una fattispecie a formazione progressiva può rappresentare un'informazione avente carattere preciso. Occorre precisare che tale *interpretazione* non vale soltanto per le fasi che esistono già o che si sono già prodotte, bensì riguarda anche, conformemente all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, le fasi di cui si può ragionevolmente ritenere che *esisteranno* o che si *verificheranno*".

Sulla seconda questione, la Corte è "costretta" a richiamare le varie *interpretazioni* linguistiche di cui il giudice del rinvio chiede l'*interpretazione*. L'espressione "un complesso di circostanze (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad *esistere* o (...) un evento (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che si *verificherà*", cui il giudice tedesco si riferisce, infatti, è tradotta con espressioni diverse nei diversi stati membri. Alcune versioni (francese, italiana e olandese) impiegano l'espressione "si possa ragionevolmente ritenere", mentre altre (danese, greca, inglese e svedese) l'espressione "ci si possa ragionevolmente attendere". La versione spagnola e quella portoghese fanno riferimento, rispettivamente, ad "un complesso di circostanze che possono ragionevolmente *sussistere*" e ad "un complesso di circostanze o un evento ragionevolmente prevedibili". Infine, la versione tedesca impiega l'espressione "con sufficiente probabilità". Si può notare come, ad eccezione della versione tedesca, tutte le altre versioni linguistiche dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 ricorrano all'avverbio "ragionevolmente". "Con l'uso di tale vocabolo, il legislatore dell'Unione ha introdotto un *criterio* fondato sulle regole derivanti dall'esperienza comune per *determinare* se circostanze ed eventi futuri rientrano o meno nel campo di applicazione di tale disposizione. Al fine di *determinare* se sia ragionevole ritenere che un complesso di circostanze verrà ad *esistere* o che un

evento si verificherà, occorre procedere caso per caso ad una valutazione globale degli elementi già disponibili. Di conseguenza, l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, impiegando l'espressione «si possa ragionevolmente ritenere», non può essere interpretato nel senso che esige la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi in questione. Restringere il campo di applicazione [...] ad un tale grado di probabilità pregiudicherebbe gli obiettivi ricordati [...], vale a dire assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati. Infatti, in un caso del genere, i detentori di informazioni privilegiate potrebbero trarre un indebito profitto da talune informazioni giudicate, a seguito di una siffatta interpretazione restrittiva, non aventi un carattere preciso, a scapito di terzi che non ne sono a conoscenza. Tuttavia, al fine di garantire la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, evocata al considerando 3 della direttiva 2003/124, tra i quali figurano gli emittenti, non si può ritenere che abbiano un carattere preciso le informazioni attinenti a circostanze e ad eventi il cui sopravvenire non è verosimile. Infatti, in caso contrario, gli emittenti potrebbero ritenere di essere tenuti a divulgare informazioni prive di carattere concreto o non idonee ad incidere sul prezzo dei loro strumenti finanziari [...] Per quanto riguarda il problema di sapere se la probabilità richiesta [...] possa variare a seconda dell'ampiezza degli effetti [...] sul prezzo degli strumenti finanziari in questione, la risposta deve essere negativa”, perché una tale interpretazione non si desume da nessuna delle espressioni linguistiche proprie degli Stati membri. “Come ha rilevato il governo del Regno Unito nelle sue osservazioni presentate alla Corte, non si può escludere che un'informazione relativa ad un evento, il quale è poco probabile che si verifichi, incida sensibilmente sul prezzo dei titoli dell'emittente interessato qualora le conseguenze, per

quest'ultimo, di tale evento fossero particolarmente importanti. Non per questo potrebbe ragionevolmente dedursene che detto evento si verifichi [...] Alla luce delle osservazioni che precedono, occorre rispondere alla seconda questione che l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 deve essere interpretato nel senso che la nozione [...] riguarda le circostanze o gli eventi futuri di cui appare, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad *esistere* o che si verificheranno. Tuttavia, tale nozione non va interpretata nel senso che deve essere presa in considerazione l'ampiezza delle conseguenze di tale complesso di circostanze o di tale evento sul prezzo degli strumenti finanziari in questione”.

La Corte di Giustizia, dunque, ha dato un ulteriore contributo alla definizione di informazione privilegiata, in un certo senso ampliandola, comprendendo tutte le fasi *intermedie* di una fattispecie che non si esaurisce in un solo atto o fatto, bensì in una serie continua di avvenimenti collegati tra loro, le cui fasi *intermedie* assumono rilevanza ai fini dell'individuazione di un'informazione privilegiata.

## **5. Gli strumenti finanziari**

La nozione di “strumenti finanziari” quali oggetto *materiale* dei reati di abuso di mercato – la cui definizione si ricava dal combinato disposto degli artt. 180, lett. a), e 1, comma 2, tuf – ricomprende titoli ammessi alla negoziazione o per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale sia stata presentata una richiesta di

ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea<sup>132</sup>.

La relazione esistente tra la notizia privilegiata e l'operazione su strumenti finanziari è indicata attraverso il gerundio "utilizzando", in sintonia con quanto previsto dalla direttiva comunitaria (art. 2, comma 1, direttiva 2003/6/CE).

Alla luce di quanto precisato, l'informazione privilegiata, divulgata a pochi da chi non ne aveva il diritto o utilizzata a proprio vantaggio, è rilevante ai fini della configurazione dell'illecito penale o amministrativo solo se essa è stata lo strumento per negoziare titoli, con l'effetto di modificare il corso o il prezzo dei titoli cui la stessa informazione si riferiva.

---

<sup>132</sup> Il *FSMA 2000* qualifica gli strumenti finanziari oggetto di tutela come *qualifying investments* (s.130A(1)). Tra gli strumenti finanziari rientrano anche i *transferable securities* come definiti dalla direttiva 2004/39/CE, art. 4.1.18, incluse azioni e bonds; un investimento qualificato è protetto solo se è ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato ovvero è stato ammesso in un mercato regolamentato. Nel *CJA 1993* si legge, invece, che la disciplina protegge gli strumenti finanziari quotati di cui alla sch 2 del provvedimento. Mentre, poi, il *FSMA 2000* parla di *prescribed market*, il *CJA 1993* parla di *regulated market*, che ha un significato differente rispetto a quello di cui alla legislazione europea: esso è il mercato identificato come tale secondo quanto stabilito dal Tesoro nella s.60(1).

## **Capitolo III**

### **La responsabilità dell'*insider* e il soggetto attivo dell'azione civile: due sistemi a confronto**

## Sez. I

### Il danno e i rimedi civilistici nel sistema USA

#### 1. I tipi di danno da *insider trading*

Prescindendo dalle ragioni sottese alla disciplina degli abusi di mercato e alle motivazioni etiche e morali che hanno spinto i governatori a integrarla con disposizioni sempre più rigide e dissuasive, anche se con scarsi risultati positivi, altro motivo, più immediato, a causa del quale gli abusi di mercato sono rigidamente puniti sono i danni che esso può causare, non solo all'investitore.

I danni da *insider trading* sono, generalmente, suddivisi in quattro diversi tipi di danni:

- Danni alla società. Il danno che subisce la società potrebbe essere definito quasi un danno all'immagine della stessa nel senso che *l'insider* dell'emittente che è accusato di *insider trading* certamente non darebbe agli investitori una buona immagine della società. Essi perderebbero fiducia nell'emittente, ma soprattutto nell'organizzazione della stessa: se colui il quale ne ha la gestione tradisce la società, perché gli investitori dovrebbero continuare ad affidare all'emittente i loro risparmi? Qualcuno ha, comunque, sostenuto che si tratterebbe di un danno minimo, certamente non sufficiente a giustificare una forte e rigida politica d'azione contro *l'insider trading*<sup>133</sup>.

- Danni agli investitori che negoziano durante il periodo di *non-disclosure* delle informazioni. Se gli investitori sono danneggiati, uno dei danneggiati potrebbe, ma non necessariamente sarà, la controparte della transazione. Certamente, però, uno degli investitori danneggiati sarà

---

<sup>133</sup> Così CLARK, *Corporate Law*, cit., p. 266

comunque un soggetto che negozia in senso opposto rispetto all'*insider*: per es., quelli che acquistano mentre l'*insider* vende ovvero quelli che vendono mentre l'*insider* acquista. Gli investitori possono essere danneggiati in diversi modi:

a) il danno si verifica ogni qualvolta accade qualcosa di differente rispetto a quello che si sarebbe verificato se non vi fosse stato *insider trading*. Espressione piuttosto generica, ma che nel corso della trattazione sarà chiarita;

b) se si accetta la forma semi-forte della *ECMH*, una volta diffuse le informazioni riservate, le azioni saranno negoziate al loro valore reale. Dunque, l'unico investitore che potrebbe subire un danno da parte di chi ha acquistato sulla base di informazioni riservate è quello che ha negoziato durante il periodo di *non-disclosure*, solo se il suo comportamento è stato influenzato dal comportamento dell'*insider*. In mancanza di *insider trading*, l'investitore avrebbe tenuto un comportamento differente;

c) dall'altro lato, molti investitori possono essere indotti a porre in essere azioni diverse a causa dell'*insider trading*. Prendiamo come esempio la società petrolifera più volte richiamata nel corso dello studio: supponiamo che l'acquisto delle azioni da parte di Prexy il 1 luglio fosse abbastanza esteso rispetto ad altro trading in altre azioni, così da determinare il rialzo del prezzo delle azioni della Oil Co., supponiamo, a \$23 per azione. Ora, immaginiamo che un *outsider* non avrebbe mai venduto prima del 1 luglio al prezzo di \$20 ad azione, ma che l'aumento a \$23 lo abbia indotto a vendere. In questo caso, si potrebbe sostenere che l'*outsider* sia stato direttamente danneggiato dall'*insider trading*: è stato "gabbato" nella vendita per un piccolo guadagno (\$3 per azione in più rispetto al prezzo precedente), mentre, se Prexy non avesse causato l'aumento del prezzo, l'*outsider* avrebbe

potuto beneficiare di un aumento improvviso a \$30 quando la società, alla fine, avesse fatto il suo annuncio sulla scoperta del pozzo petrolifero spontaneo. Così ad esempio un venditore "indotto" (e, al contrario, un *outsider* che è indotto a comprare da un leggero calo nel prezzo delle azioni, che risulta dalla vendita da parte dell'*insider* prima della divulgazione di cattive notizie) sono gli unici tipi di investitori che possono realmente essere direttamente lesi *dall'insider trading*. Il danno da vendita o acquisto indotti si può, però, verificare, dunque, solo nel caso si tratti di una negoziazione abbastanza estesa<sup>134</sup>.

- Forse il danno più concreto è che questa condotta *interferisce* con una pronta diffusione di importanti informazioni che riguardano l'emittente e che dovrebbero essere immediatamente, o comunque con una certa celerità, diffuse sul mercato, in modo da consentire a tutti gli investitori di negoziare in condizioni di parità, garantendo simmetria informativa. Tre sono le ragioni che fanno di questo tipo di danno, da asimmetria informativa illegittima, il danno forse più grave che comporta l'abuso di informazioni privilegiate:

a) Inefficienza. Esso distorce l'efficienza del mercato dei capitali, poiché il prezzo delle azioni si forma in modo distorto e le risorse non sono allocate al meglio;

b) *Equal access*. Il senso morale spinge la maggior parte di noi a voler assicurare la parità di accesso alle informazioni quando si tratta di negoziare in azioni sul mercato. Un mercato nel quale gli *insiders* hanno, a causa del ritardo nella diffusione delle informazioni, notizie che gli altri

---

<sup>134</sup> Vedi WANG, S.Cal.L.Rev., p. 54, cit. in SOLOMON-SCHWARTZ-BAUMAN-WEISS, *Corporations – Law and policy*, cit., p. 910-911

investitori non hanno, è come un gioco a carte in cui l'altro giocatore ha un mazzo truccato. Invece, questa idea generalizzata che la fiducia richiede la parità di accesso alle informazioni è probabilmente l'unico più importante fattore sotteso alle regole contro l'*insider trading*;

c) Danno al mercato. Collegato al precedente, se gli investitori credono che gli *insiders* siano avvantaggiati, cioè che il gioco sia truccato, probabilmente boicotteranno il mercato delle azioni. Se sul mercato vi sono meno investitori di quelli che ci sarebbero se non vi fosse stato l'*insider trading*, il costo dell'impresa aumenta. Questo, a sua volta, svantaggerà il settore economico della società per ciò che riguarda gli investimenti vis-a-vis e impedirà alla società di crescere in quello stesso settore.

- Danni all'efficienza della società a causa di profitti segreti. L'*insider trading* può essere causa, per i *manager*, di inefficiente gestione della società. Se fosse legalizzato completamente, l'*insider* sarebbe probabilmente in grado di realizzare dal trading profitti molto più elevati dei salari che ricevono oggi. Questo, probabilmente, significherebbe meno foga di far salire il prezzo delle azioni. Concentrerebbero, infatti, le loro energie nell'individuazione di un'opportunità di vendita delle azioni della società a breve, in attesa di una prossima uscita di cattive notizie, piuttosto che gestire bene la società. Inoltre, potrebbero essere indotti a rischiare più di quanto gli *outsiders* si aspetterebbero (il loro incentivo principale, come gestori interessati principalmente al risultato dell'attività di negoziazione, sarebbe quello di provocare grandi cambiamenti nelle prospettive della società, di essere seguiti da grandi movimenti del flusso azionario, a causa della loro capacità di impegnarsi sia in acquisti o in vendite allo scoperto,

e non si interesserebbero così tanto ai risultati relativi all'aumento del prezzo delle azioni della società)<sup>135</sup>.

Dunque, vista la generale panoramica di danni che l'*insider trading* potrebbe causare, esso è certamente dannoso. La legge federale, e sempre più la legge di molti Stati, riflette in modo uniforme l'idea che tale condotta sia ingiusta per il pubblico degli investitori ed economicamente inefficiente.

La protezione, soprattutto dell'investitore, è assicurata da tre corpi di leggi che consentono di agire contro un soggetto che negozia sulla base di informazioni privilegiate ed è tra queste disposizioni, insieme alle pronunce giurisprudenziali, che deve essere cercato il rimedio per agire giurisdizionalmente contro l'*insider*: la *Federal law*, la *State law* e le disposizioni in materia di *short-swing profits trading*.

Assodato, quindi che l'*insider* secondo la legislazione su menzionata può essere civilmente responsabile, resta da chiarire chi è legittimato attivo ad agire nei confronti dell'*insider* e quanto l'azione civile sia o no agevole.

## **2. La *private action*: presupposti richiesti dalla Rule 10(b)-5. Il requisito del “*purchaser or seller*” in chi esercita l'azione.**

Un investitore danneggiato, sulla base della disposizione della SEC, può agire contro l'*insider* per chiedere il risarcimento dei danni. Dalle pronunce della Corte Suprema è, però, evidente che non sempre è agevole esercitare l'azione civile, poiché l'attore deve superare una serie di ostacoli, o meglio deve rispondere ad una serie di requisiti, che non sempre è agevole dimostrare di avere. Molti di questi requisiti sono stati imposti dopo il 1975, quando la Corte Suprema ha

---

<sup>135</sup> Vedi CLARK, cit., p. 274-275

deciso di rendere più difficili le azioni private di danno. Sono, questi, requisiti che si applicano a tutte le azioni previste dalla *Rule* federale, se basate su un'affermativa falsa rappresentazione della realtà, su una mezza verità o sull'omissione di diffusione di informazioni privilegiate (il caso di normale *insider trading*, quello in cui l'*insider* negozia, al fine di trarne profitto, su azioni sfruttando informazioni riservate che soltanto lui possiede, ricade nella omissione, in quanto negoziare basandosi su informazioni riservate, significa negoziare omettendo di diffondere informazioni che sarebbero utili a tutti gli investitori per prendere decisioni di investimento).

Vediamo più da vicino i requisiti di cui si è accennato, iniziando dal primo: - chi agisce per i danni contro un *insider* deve essere un acquirente o un venditore di azioni della società durante il periodo nel quale le informazioni sono rimaste riservate. Non è, dunque, abbastanza che l'attore rifiuti di acquistare a causa delle false dichiarazioni rese dall'emittente o da un *insider*.

Così la Corte Suprema ha statuito nel caso *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*<sup>136</sup>.

Nei fatti: La Blue Chip Stamp Company era d'accordo a risolvere un'azione antitrust con l'offerta di sue azioni ad alcuni *retails* che avevano utilizzato il servizio offerto dalla società. Questa offerta di azioni era in *termini* molto favorevoli per i *retails*, e presumibilmente la Blue Chip, sapeva che le azioni non acquistate in seguito all'offerta obbligatoria sarebbero potute essere vendute, in un momento successivo, al pubblico a prezzi più elevati. Alcuni dei rivenditori che non avevano acquistato nell'ambito dell'offerta obbligatoria avevano esercitato una class action sostenendo che la Blue

---

<sup>136</sup> 421 U.S. 723 (1975)

Chip aveva predisposto un prospetto pessimistico della situazione patrimoniale dell'ente assolutamente fuorviante per gli acquirenti, al fine di indurli a non comprare, così che la società avrebbe potuto vendere le azioni al pubblico a prezzi più elevati.

Nell'ambito di questa causa, la Corte ha stabilito che la parte di *retails* che ha agito con la class action non avrebbe potuto agire secondo quanto stabilito nella *Rule* 10(b)-5. La *Rule*, infatti, proibisce solo l'inganno che sia "in stretto legame con l'acquisto o la vendita delle azioni". La Corte ha interpretato l'espressione nel senso che chi agisce per *insider trading* deve essere stato un vero acquirente o venditore di azioni. Nel caso menzionato, invece, secondo la Corte, l'azione posta in essere dai *retails* aveva come presupposto la falsa rappresentazione della realtà da parte del convenuto, ma essi non avevano acquistato azioni, dunque la *class action* non aveva lo scopo di cui alla *Rule* 10(b)-5. I giudici hanno, dunque, approvato e applicato il requisito del "*purchaser or seller*", previamente imposto dalle Corti di grado inferiore; regola nota come la "Birnbaum" doctrine, verificandone l'inesistenza nel caso di specie.

Le conseguenze pratiche dell'introduzione di questo requisito sono, in realtà, piuttosto minime. La maggior parte dei casi di false dichiarazioni in prospetto coinvolge coloro che effettivamente acquistano facendo affidamento su un prospetto ingannevolmente ottimista, e questi quando agiscono giudizialmente, certamente, soddisfano il requisito del "*purchaser or seller*". Nella consueta varietà di casi di *insider trading*, l'attore sarà un soggetto che ha venduto senza la conoscenza delle notizie favorevoli, o che ha acquistato senza la conoscenza della notizia sfavorevole; anche questi soggetti soddisfano il requisito. Come il giudice del caso Blue Chip ha

osservato, ci sono solo tre tipi di attori che hanno probabilità di essere influenzati dalla regola, e questi potranno essere in grado di aggirarla o, raramente, potrebbero far valere un diritto anche separato da quanto previsto dalla regola:

i) il potenziale acquirente che non porta a *termine* l'acquisto. La prima classe è costituita dai potenziali acquirenti di azioni che affermano di aver deciso di non acquistare a causa di una dichiarazione eccessivamente pessimistica o a causa della omissione di *materiale* favorevole da parte dell'emittente. Lo stesso attore nella causa Blue Chip Stamp ricade in questa categoria. Tali attori, però, sono piuttosto rari: nelle situazioni normali, la società ha tutto l'*interesse* a mostrare che le proprie siano azioni appetibili sul mercato. È stato solo per il fatto altamente inusuale nella causa di cui sopra, il fatto cioè di offrire azioni a buon prezzo ad uno speciale gruppo di possibili acquirenti, vale a dire i suoi clienti *retail*, che la società ha avuto un incentivo a denigrare i suoi prospetti d'affari;

ii) Non venditori. La seconda categoria di soggetti è costituita da persone che già possiedono azioni nell'emittente, che sostengono di aver deciso di non vendere le proprie azioni poiché l'emittente o i suoi *insiders* hanno diffuso una rappresentazione eccessivamente ottimistica della situazione della società, ovvero mancato di diffondere informazioni negative. Questi azionisti rispondono al requisito richiesto poiché, sebbene abbiano previamente acquistato le azioni, non lo hanno fatto in connessione con la falsa rappresentazione della realtà o con l'omissione.

iii) Perdita del valore dell'investimento. Vi sono, infine, azionisti e creditori che hanno subito perdite di valore nelle azioni e nei loro diritti dovuti *all'insider trading* posto in essere da funzionari dell'emittente. In questo caso il requisito

del “*purchaser or seller*” ha molto più mordente. Un esempio potrebbe essere utile a comprendere la posizione.

P per lungo tempo è stato azionista della X Corp. Il presidente della società, *Prexy*, è venuto a conoscenza del fatto che per molto tempo il vice presidente della società ha agito in maniera fraudolenta e ha portato la società sull’orlo dell’insolvenza. In gran segreto *Prexy* aliena l’intero pacchetto azionario nella X Corp. a \$20 per azione. Successivamente la società diffonde la notizia del comportamento fraudolento e il valore delle azioni precipita a \$5 per azione. P non sarà nella posizione di chiedere direttamente i danni attraverso l’azione privata di cui alla *Rule 10(b)-5*, proprio a causa del requisito del “*purchaser or seller*”. E ciò è vero anche se egli potrebbe, correttamente, affermare che *Prexy* ha ingiustamente intascato profitti, o al massimo evitato di subire perdite, che dovrebbero essere disponibili a tutti gli azionisti, in condizioni di parità. Quello che P potrebbe fare è esercitare una *derivative action*<sup>137</sup> contro il presidente *Prexy*. Ad es., se *Prexy* ha venduto le sue azioni alla X Corp. durante il periodo di *non-disclosure*, facendo, dunque, della società un “*purchaser*”, tale azione può essere esercitata. Allo stesso modo, se alla società è capitato di vendere azioni al pubblico o a qualche altro *insider*, forse attraverso l’emissione di *stock options* nei confronti dei dipendenti, durante il periodo di *non-disclosure*, la società potrebbe essere considerata un “*seller*”, dunque potrebbe essere esercitata, per suo conto, la *derivative action* contro *Prexy*. Ma se la X Corp. non ha né venduto né acquistato durante il periodo di *non-disclosure* del comportamento

---

<sup>137</sup> *Derivative action: n. a lawsuit brought by a corporation shareholder against the directors, management and/or other shareholders of the corporation, for a failure by management. In effect, the suing shareholder claims to be acting on behalf of the corporation, because the directors and management are failing to exercise their authority for the benefit of the company and all of its shareholders. This type of suit often arises when there is fraud, mismanagement, self-dealing and/or dishonesty which are being ignored by officers and the Board of Directors of a corporation, in Law Dictionary*

fraudolento da parte di *Prexy*, non sarà possibile esercitare la *derivative action* ai fini della *Rule 10(b)-5* e, dunque, né gli azionisti, né la società potranno agire nei confronti di *Prexy*.

Supponiamo, invece, che P non sia né una persona che ha comprato, né una persona che ha venduto azioni in connessione con la falsa rappresentazione della realtà o con *l'insider trading* posto in essere dal soggetto D, ma che ha acquistato o venduto una opzione sulle azioni della società. Potremmo dire che P possiede il requisito del “*purchaser or seller*”? La risposta appare piuttosto complicata, vista la profonda spaccatura che sulla questione esiste nella giurisprudenza statunitense, non avendo la stessa adottato una posizione unanime sul tema.

iv) Il convenuto che non ha né acquistato, né venduto. È necessario tenere a mente che il requisito sino ad ora analizzato, ai fini dell'azione di cui alla *Rule 10(b)-5*, si applica soltanto a colui che intende esercitare l'azione: non è mai stata richiesta la necessità che il convenuto fosse un “*purchaser or seller*”. Pertanto, se una società emittente, o un *insider* della società, pone in essere una falsa dichiarazione affermativa (ad es., un comunicato stampa volutamente fuorviante), l'emittente o *l'insider* potrebbero essere responsabili secondo la regola della *SEC* anche se non hanno mai acquistato o venduto azioni (saranno responsabili per *misrepresentation* senza *trading*, secondo quanto esposto sopra).

### **2.1 Il requisito legato all'affermazione inesatta o all'omissione, che comprende la negoziazione sulla base di informazioni riservate.**

Questo secondo requisito è strettamente legato al tipo di prova che è l'attore deve fornire in giudizio al fine della

condanna del convenuto. Ciò che è necessario provare è che il convenuto abbia reso dichiarazioni inesatte ovvero abbia ommesso di diffondere alcune notizie che avrebbero dovuto essere rese pubbliche, in violazione di alcuni doveri:

1) se, secondo la pretesa avanzata dall'attore, il convenuto ha reso un'affermativa informazione falsa ovvero una mezza verità, il principale effetto di questo requisito è che è l'attore a dover provare che ciò che è stato dichiarato dal convenuto era "*material*";

2) nel caso di "*silent*" *insider trading*, il requisito della dichiarazione inesatta o della omissione di fatti *material* sta a significare che l'attore non solo deve provare che il convenuto *insider* non ha diffuso un fatto *material*, ma che egli aveva il dovere di diffondere quella notizia. Questo, in generale, significa che l'attore deve dare prova che il convenuto ha negoziato mentre era in possesso di informazioni *material*, non ancora rese pubbliche, o che egli, scientemente, abbia dato una dritta ad un *terzo* (*tippee*) per consentirgli di comprare o vendere. In altre parole, il fatto che il convenuto fosse un *insider* in possesso di informazioni privilegiate non pubbliche, che non siano state oggetto di dovuta *disclosure*, non espone mai, di per sè, il soggetto all'azione di cui alla *Rule* 10(b)-5. La regola, già richiamata, è quella del "*disclose or abstain*", nel senso che il convenuto deve: - diffondere le informazioni; - astenersi dal negoziare o dal comunicare ad altri le informazioni di cui è in possesso per consentirgli di negoziare<sup>138</sup>;

3) l'informazione "*material*". La falsa dichiarazione o l'omissione devono, come accennato, avere ad oggetto un fatto "*material*". Un fatto è "*material*", ai fini dell'azione di danno, "*if there is a substantial likelihood that a reasonable*

---

<sup>138</sup> Si richiama la discussione di cui al caso Texas Gulf Sulphur, p. 16 ss.

*shareholder would conder it important*"<sup>139</sup> quando deve decidere se acquistare, vendere o astenersi dall'operazione o, per dirla in modo leggermente diverso, un fatto omesso è "*material*" se c'è "*a substantial likelihood that the disclosure ... would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available*"<sup>140</sup>;

4) il fatto non ancora pubblico. Se il convenuto è accusato di aver omesso un fatto "*material*", anziché di aver reso una falsa affermazione, l'omissione deve riguardare un fatto non ancora reso pubblico. Ciò significa che un *insider* non può negoziare fino a quando le notizie precedentemente riservate non siano state diffuse al pubblico.

## **2.2 L'intento ingannevole, manipolativo o di frodare**

Il requisito di cui si tratterà appresso ha assunto un'importanza storica nel sistema americano in relazione ai professionisti, accusati di violare la *Rule 10b-5*, in seguito a favoreggiamento (*aiding & abetting*). Ci si riferisce all'intento fraudolento (*scienter*).

Ha fatto storia il caso *Ernst & Ernst v. Hockfelder*. I convenuti in giudizio erano i componenti di uno studio contabile che aveva controllato le scritture contabili della First Securities Co., una piccola società di brokeraggio. Il presidente della First Securities aveva portato avanti un'ingente frode per anni, modificando i conti dei clienti a proprio vantaggio. Allo studio contabile mancavano le prove per dimostrare la frode; non c'era, infatti, traccia che lo studio contabile avesse progettato di frodare o ingannare coloro che si erano affidati al suo controllo.

---

<sup>139</sup> Così la Corte si è espressa nel caso *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 1988

<sup>140</sup> *Id.*

La maggioranza dei giudici della Corte ha statuito che era necessario dimostrare l'intento fraudolento in ogni azione per *insider trading*. La Corte, nel pronunciarsi, ha fatto profondamente affidamento sull'uso delle parole “*manipulative*”, “*device*” e “*contrivance*” presenti nella sezione 10(b). Questi termini, ha detto la Corte, indicano “*intentional or wilful conduct designed to deceive or defraud...*”.

Il *scienter*, dunque, l'intento fraudolento, è presente se: i) un soggetto fa un'affermazione falsa, sapendo che l'informazione *materiale* che sta divulgando è falsa; ii) i fatti sono rappresentati senza essere consapevole se siano veri oppure no; iii) un soggetto afferma di sapere che un fatto è vero, quando, invece, nei fatti non sa se il fatto sia vero oppure no; iv) il soggetto rende dichiarazioni con imprudenza: nel caso di una affermazione positiva, una persona rende una dichiarazione falsa trascurando di verificare se essa sia vera o falsa; se, invece, il soggetto non ha agito o parlato, dunque ha omesso, la definizione di imprudenza è meno chiara.

Il requisito dell'intento fraudolento ha un impatto anche sull'ordinario caso di *insider trading*. Il soggetto deve essere a conoscenza del fatto che le informazioni alle quali ha accesso mentre esegue l'operazione finanziaria sono “*material*” e riservate. C'è però un caso nel quale un soggetto, sebbene manchi dell'intento fraudolento, è comunque responsabile di *insider trading*. Per l'*Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988, che sarà trattato meglio in seguito, la SEC può intentare azione civile contro un soggetto A, se A “ha controllato” X, un *insider* trader, e A sapeva o con negligenza si è disinteressato del fatto che X probabilmente stava agendo in violazione della disposizione e non ha

impedito allo stesso di agire <sup>141</sup>. Così un'emittente, un avvocato, un contabile, un banchiere, etc., potrebbero essere responsabili anche senza aver avuto l'intento fraudolento se sapevano o hanno ignorato con imprudenza la possibilità che il loro dipendente abusasse delle informazioni privilegiate di cui disponeva per negoziare e non hanno fatto nulla per evitarlo.

### 2.3 Il nesso di causalità reale e l'affidamento

Si tratta del *terzo* requisito per l'esercizio dell'azione di danno da parte del danneggiato per *insider trading*. All'attore, infatti, è richiesto di provare anche che il suo danno è stato, in fatto, causato dall'illecito del convenuto. Al fine di fornire tale prova in giudizio, le Corti hanno spesso sostenuto in causa che al fine di provare il nesso di causalità tra danno e illecito, l'attore deve mostrare di aver fatto affidamento sul convenuto, anche se l'affidamento di per se' non sempre necessita di essere provato. Certamente, la prova dell'affidamento da parte dell'attore è espressamente richiesto dalla legge statale. Secondo le regole di *Common law*, infatti, deve essere provato il nesso di causalità mostrando l'affidamento che l'attore ha riposto nella dichiarazione falsa resa *dall'insider*. Nei casi di cui alla *Rule 10(b)-5*, la maggior parte delle Corti ha affermato che l'attore deve in giudizio dimostrare di aver fatto affidamento sul comportamento illecito posto in essere *dall'insider*. Ma, in questo caso, al contrario di quanto accade nel tipico caso di inganno posto in essere "faccia a faccia", l'attore potrebbe essere danneggiato da una dichiarazione falsa o da *insider trading* senza essersi direttamente e completamente affidato a quanto detto o fatto *dall'insider*. Pertanto, lo spesso affermato requisito dell'affidamento nei casi di cui alla *Rule* federale può essere meglio compreso come

---

<sup>141</sup> *Section 20A(b)(1)(A) SEA* del '34

un più generale requisito attraverso cui l'attore mostra che le sue perdite, nei fatti, sono state causate dalla cattiva condotta del convenuto. Il modo migliore attraverso il quale il danneggiato può dimostrare che il danno è da collegarsi alla cattiva condotta *dell'insider* è utilizzare la “*fraud on the market theory*”. Rifacendosi alla *ECMT*, secondo la quale in qualunque tempo il prezzo delle azioni riflette tutte le informazioni disponibili sul mercato, l'attore potrebbe affermare, come afferma, di aver fatto affidamento sul prezzo di mercato al momento della negoziazione, come se quello fosse il prezzo giusto; dunque, se *l'insider* ha reso una dichiarazione falsa relativamente ai prospetti della società, la sua cattiva condotta ha determinato un prezzo differente rispetto a quello che sarebbe stato se egli avesse ottemperato tutti i suoi obblighi. Pertanto, l'attore che ha negoziato sulla base del prezzo di mercato, ha subito una perdita o ha guadagnato meno di quello che avrebbe realizzato a causa del comportamento dell'*insider* e dunque la sua perdita, nei fatti, è stata causata dal suo cattivo comportamento. Tale teoria è stata accettata nel caso *Basic, Inc. v. Levinson*, già in precedenza richiamata.

Nei fatti: Il caso riguardava una presunta falsa dichiarazione affermativa. La *Basic, Inc.* stava discutendo la fusione con un'altra società, la *Combustion Engineering*. Malgrado questo, era stata negata pubblicamente qualunque tipo di discussione relativa ad una eventuale fusione, nonché negato di conoscere qualsiasi ragione sul perché le azioni della società fossero largamente oggetto di negoziazione e di sapere degli alti e bassi delle stesse. Veniva, successivamente, annunciato l'acquisto della *Basic* e gli azionisti che avevano venduto prima dell'annuncio dell'acquisizione ad un valore minore rispetto a quello raggiunto in seguito all'acquisizione esercitarono una *class action*. Era contestato che essi avevano

subito un danno dall'aver venduto le azioni a un prezzo artificialmente abbattuto in un mercato nel quale le false e ingannevoli dichiarazioni della *Basic* si erano riflesse.

La Corte dapprima ha ripetuto che l'affidamento è un elemento dell'azione consentita dalla regola federale. Comunque, essa ha concesso agli attori il beneficio di una presunzione relativa di affidamento: invece di richiedere ad ogni attore di provare che egli personalmente conosceva la falsa dichiarazione della società e che ha fatto affidamento su di essa nel prendere la decisione di vendere le azioni, la Corte ha presunto che: - che il prezzo delle azioni della *Basic* riflette, in qualunque tempo, le informazioni a disposizione del mercato; e - che pertanto, il prezzo delle azioni che ogni attore ha ricevuto era influenzato dalle false dichiarazioni che la *Basic* aveva diffuso sul mercato.

Si trattava, però, di una presunzione relativa, nel senso che la *Basic* avrebbe potuto dimostrare il contrario. Se l'avesse fatto, non sarebbe stato possibile, per gli attori, ottenere il risarcimento sperato, ad esempio dimostrando che il mercato fosse consapevole del fatto che la società stesse mentendo, ovvero dimostrando che uno degli attori non aveva "abboccato" alla bugia della società, ma deciso di vendere comunque.

Tale teoria, però, ha un senso nel caso in cui un soggetto abbia reso false dichiarazioni. Nei casi di *insider trading* in senso stretto manca una rappresentazione della realtà che può essere posta in essere da un soggetto. Nel caso di "*silent*" *insider trading*, il requisito dell'affidamento è quantomeno insensato, visto e considerato che lo stesso *insider*, ma anche il *tippee*, negoziano sulla base di informazioni riservate di cui dispongono. Essi assumono il rischio e pericolo che le

informazioni di cui dispongono non siano sufficienti ad assicurargli un profitto, ma hanno fatto affidamento solo e semplicemente su se stessi. Nell'*insider trading* la vera questione riguarda la causalità: “*Once the plaintiff has shown that defendant omitted to disclose a material fact he was obliged to disclose, the burden is on the defendant to prove that the plaintiff would have made the same investment decision even if disclosure had been made*”<sup>142</sup>

#### 2.4 La Proximate Cause<sup>143</sup> (La causa primaria)

Si tratta di un non vero e proprio requisito ai fini dell'azione contro *l'insider*. Secondo alcuni autori <sup>144</sup>, tale requisito dovrebbe invece essere richiesto, e cioè l'attore dovrebbe provare che la sua perdita era ragionevolmente una conseguenza prevedibile del comportamento *dell'insider*. Ma questo requisito ha un impatto pratico decisamente minore rispetto agli altri.

Esso, nella pratica, non solo non è richiesto nei casi di dichiarazioni false rese al pubblico, ma sembra non essere richiesto neanche nel caso si stia agendo per *insider trading* in senso stretto. E l'irrelevanza di tale requisito sembra essere rappresentato anche all'interno dello statuto federale. La *Section 20A SEA '34* stabilisce che: “*any person who violates any provision of this title or the Rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in*

---

<sup>142</sup> Così CARY -EISENBERG, *Cases and Materials on Corporation*, cit. 1995, p. 869

<sup>143</sup> *Proximate cause: n. a happening which results in an event, particularly injury due to negligence or an intentional wrongful act. In order to prevail (win) in a lawsuit for damages due to negligence or some other wrong, it is essential to claim (plead) proximate cause in the complaint and to prove in trial that the negligent act of the defendant was the proximate cause (and not some other reason) of the damages to the plaintiff (person filing the lawsuit). Sometimes there is an intervening cause which comes between the original negligence of the defendant and the injured plaintiff, which will either reduce the amount of responsibility or, if this intervening cause is the substantial reason for the injury, then the defendant will not be liable at all. In criminal law, the defendant's act must have been the proximate cause of the death of a victim to prove murder or manslaughter*, in Law Dictionary

<sup>144</sup> CLARK, cit., p. 337

*possession of material, nonpublic information shall be liable in an action ... to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has such purchased ... or sold ... securities of the same class*". E esso, peraltro, non sembra richiedere neanche la causalità.

### **3. La Section 20A e l'espresso diritto di esperire azione privata di danni**

Abbiamo già detto del diritto che è stato espressamente introdotto nel 1988 con l'*ITSFEA*. Resta da precisare, in questa sezione, quali tipi di danni possono essere fatti valere secondo la regola federale e che rispettano i presupposti della *Section 20A*. In particolare, ciò che chiariremo è la misura del danno che all'attore può essere risarcito. Si deve, dunque, partire dal presupposto che siano stati rispettati tutti i requisiti sin qui esposti per esercitare l'azione secondo quanto disposto nella *Rule 10(b)-5*.

La determinazione del danno varia a seconda dell'accusa contestata al convenuto e dipende da una serie di fattori legati alla condotta imputata al convenuto.

a) la *misrepresentation*. Se il convenuto ha diffuso presso il pubblico informazioni false, o le ha direttamente comunicate solo a colui che agisce in giudizio, la maggior parte delle Corti sembra calcolare il danno da risarcire sulla base di ciò che sarebbe stato necessario per mettere il danneggiato nella posizione che avrebbe ricoperto nella negoziazione fino al momento successivo alla correzione della falsa dichiarazione. Così nel caso di un attore che vende in conseguenza alla falsa dichiarazione pessimistica sulla situazione patrimoniale della società, normalmente egli riuscirà ad ottenere la differenza tra

quello che ha realmente ricevuto e quello che avrebbe ricevuto se avesse venduto quando fosse stata dimostrata la falsità della dichiarazione. Regola contraria sarebbe applicata se, invece, l'attore acquistasse sulla base di una falsa e ottimistica dichiarazione sulla situazione patrimoniale della società.

b) “*silent*” *insider trading*. Differente la questione se il convenuto ha negoziato sulla base di informazioni riservate. In questo caso la questione è decisamente più complicata. Innanzitutto non è individuabile con chiarezza il momento della cattiva condotta: mentre nel caso di falsa dichiarazione, il momento è individuabile nel momento in cui è diffusa la falsa informazione, nel caso *dell’insider trading* in senso stretto non è chiaro se il momento della cattiva condotta coincida con il momento della negoziazione ovvero con il periodo di *non-disclosure* prima o dopo la negoziazione. Inoltre, come visto, è difficile anche *determinare* il nesso di causalità in questo contesto e questo porta le Corti a diffidare dal dare una eccessiva valutazione ai danni. (Ricordiamo che secondo la *Section 20A* un “*contemporaneous trader*” ha il diritto ad un’azione privata di danni nei confronti *dell’insider* e anche del *tipper*) Il Congresso ha definito la valutazione del danno, relativamente a tale azione, a malapena. La *Section 20A(b)(1)* stabilisce che i danni che possono essere chiesti al convenuto “*shall not exceed the profit gained or loss avoided in the transaction or transactions that are the subject of the violation*”. E oltretutto, i danni devono essere depurati dall’importo di qualunque profitto ottenuto dal convenuto illecitamente e recuperato dalla *SEC*. Tale limitazione si applica solo quando l’attore, al momento della negoziazione, era un “*contemporaneous trader*”. Tutti gli altri soggetti danneggiati *dall’insider trading* potrebbero avere un ampio diritto di azione contro il colpevole e, se esercitano questo

diritto, è compito delle Corti *determinare* la misura del danno da risarcire.

Oltre al privato, anche la *SEC* ha un generale diritto ad esercitare azione contro il colpevole di *insider trading*. Possiamo, anzi, affermare che sia proprio la *SEC*, la maggior parte delle volte, che agisce contro *l'insider*, avendo anche a disposizione mezzi più incisivi per portare in giudizio un soggetto di cui quasi certamente è in grado di provare la responsabilità (ad es., le intercettazioni telefoniche e ambientali). Contro *l'insider*, infatti, la *SEC* può agire al fine che gli sia applicata una sanzione civile. La *Section 21A SEA '34* consente alla *SEC* di recuperare fino a tre volte i profitti realizzati o le perdite evitate dall'*insider trader*. Questa sanzione civile può essere applicata anche al *tipper*, anche nel caso in cui egli non abbia beneficiato finanziariamente della condotta posta in essere, con la conseguenza che al *tipper* potrebbe essere chiesto di pagare fino a tre volte i profitti realizzati dal *tippee* e non da lui stesso. Peraltro, possono essere soggetti alla medesima sanzione tutti coloro che avrebbero dovuto controllare e non hanno adeguatamente controllato e dunque hanno mancato di predisporre adeguate misure atte a prevenire *l'insider trading*. Tale sanzione, è bene precisarlo, prescinde dalla restituzione di quanto guadagnato illecitamente. Quanto irrogato a titolo di sanzione va non alla *SEC*, bensì all'Erario dello Stato, come meglio specificato sotto.

#### **4. *Aiding & Abetting*: il favoreggiamento**

In passato ci si chiedeva se il favoreggiamento in quanto tale rendesse un soggetto responsabile per *insider trading*. Successivamente ad una pronuncia della Corte Suprema, causa

*Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>145</sup>, possiamo, con una certa tranquillità, affermare colui che potrebbe essere accusato di favoreggiamento a fini penali, non è ugualmente responsabile civilmente per la condotta di *insider trading*. Un esempio chiarirà il concetto. Supponiamo che A abbia progettato l'*insider trading* e che B lo aiuti a commettere la violazione. B non sarà civilmente responsabile per favoreggiamento nella violazione della *Rule 10(b)-5*.

Nei fatti: D era una banca che aveva fatto da *trustee* per alcuni *public housing bonds*. I proprietari dei *bond*, che avevano perso denaro quando l'emittente era andata in *default*, lamentarono che la banca avesse avuto il sospetto che l'emittente i *bonds* stesse rappresentando una situazione patrimoniale differente da quella reale, ma che fosse intervenuta tardi. Dunque gli attori lamentavano la responsabilità della banca per favoreggiamento nei confronti della società, anche se la medesima banca non aveva mai reso dichiarazioni false come invece aveva fatto la società.

La Corte Suprema si è pronunciata nel senso di negare la responsabilità per favoreggiamento ai sensi della *Rule 10(b)-5*. La ragione principale è che il testo dello statuto punisce solo chi dichiara il falso o omette notizie "*material*" o la commissione di un atto a fini di manipolazione e che la lettera del dispositivo non riguarda anche persone che si limitano ad aiutare tali soggetti a rendere le dichiarazioni o ad agire. Né sarebbe individuabile, secondo la Corte, una sottintesa ragione di credere che il Congresso avesse il fine ultimo di estendere l'applicazione della disposizione anche al favoreggiamento.

---

<sup>145</sup> 511 U.S. 164 (1994)

Si deve, inoltre, dare atto che la maggioranza dei giudici ha ritenuto che dietro alla mancanza di una disposizione in tal senso, potessero essere individuate anche ragioni di policy: “*Litigation under 10b-5 ... requires secondary actors to expend large sums even for pretrial defense and the negotiation of settlements. This uncertainty and excessive litigation can have ripple effects. For example, newer and smaller companies may find it difficult to obtain advice from professionals*”.

Quanto esposto sino ad ora in merito al caso giurisprudenziale, ha una conseguenza: le azioni *ex Rule 10(b)-5* contro i professionisti (il gruppo contro il quale le azioni per favoreggiamento potevano ancora essere esercitate) sono oggi difficili da esercitare. Ma non sono impossibili; essi, infatti, possono essere ancora chiamati a rispondere nel caso in cui rendano false dichiarazioni o omettano un’informazione. Se, dunque, il privato può agire nel caso di responsabilità primaria di colui che ha favorito, il Congresso ha, invece, riconosciuto alla SEC il potere di agire contro coloro che hanno favorito *l’insider trading* o la *misrepresentation* e le ha riconosciuto questo potere nel 1995, proprio in risposta alla decisione della Corte Suprema nel caso su esposto.

### **5. La class action**

Un aspetto importante della responsabilità ai sensi della *Rule 10(b)-5* riguarda la possibilità per i privati di esercitare la *class action*. Con una precisazione, essa non riguarda *l’insider trading* in senso stretto, ma soltanto quegli investitori che hanno perso denaro a causa di una dichiarazione ingannevole da parte di *insiders* della società. Una precisazione è comunque d’obbligo. Anche gli investitori lesi dall’*insider trading* in senso stretto potrebbero esercitare una *class action*, ma il più

grande impatto di queste azioni si è avuto nei casi di *misrepresentation* che non coinvolge *insider trading*.

All'inizio degli anni 90, stava crescendo l'idea che gli avvocati di coloro che esercitavano la *class action* stavano abusando del sistema attraverso azioni legali di attacco soprattutto contro società esperte in tecnologie avanzate. Gli avvocati, cioè, esercitavano azioni legali "non perché avessero realmente contezza di comportamenti fraudolenti, ma utilizzavano queste azioni come strumento di *terrore* per estorcere accordi alle convenute a prescindere dal merito. ... Gli ingiustificati accordi avrebbero potuto essere estorti poiché attori e consulenti, relativamente a basso costo e con il minor rischio, erano in grado di imporre enormi costi per la prova e il rischio di astronomiche liquidazioni di danni"<sup>146</sup>. Il Congresso ha, dunque, cercato di tenere sotto controllo tali abusi attraverso il *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 (il *Reform Act*) con il quale sono state previste una serie di disposizioni tra cui:

- la riduzione degli incentivi degli avvocati ad esercitare la *class action* in rappresentanza di un esiguo numero di azionisti;
- la scoperta si considera tardiva, dunque non è esperibile l'azione, fino a dopo che la difesa ha avuto una *chance* di esercitare una mozione per respingere le accuse. Questo previene la possibilità che coloro che esercitano la *class action* possano utilizzare la scoperta come una "*fishing expedition*";
- è stata introdotta la responsabilità proporzionata in molti casi, per evitare che i convenuti siano rovinati da inaspettati ed enormi giudizi;

---

<sup>146</sup> HAMILTON, *Cases and Materials on Corporation*, cit., p. 1009

- prova in giudizio dello *state of mind*, nel senso che si guarda allo stato psicologico del soggetto che viene accusato in giudizio.

Il *Reform Act* non sembrava, però, avere avuto il successo sperato. Continuava a crescere il numero di *class action* in materia di frode e in media crescevano anche gli accordi<sup>147</sup>. Così, nel 1998, il Congresso risponde con il *Securities Litigation Uniform Standards Act (SLUSA)*, che ostacola la maggior parte delle *class action* esercitate innanzi le Corti Statali<sup>148</sup>, senza comunque precluderle. L'eccezione è costituita dal "*Delaware carve-out*<sup>149</sup>", sotto il quale non è preclusa la *derivative action*. Nonostante il "*Delaware carve-out*", lo *SLUSA* sembra avere avuto un certo impatto sul sistema. Nel generale scenario in cui si sostiene che le normali comunicazioni da parte della società o degli *insiders* della stessa erano fraudolente, le *class action* saranno tutte esercitate non davanti le Corti Statali, bensì davanti le Corti Federali.

---

<sup>147</sup> HAMILTON & MACEY, *Cases and Materials on Corporations, including Partnerships and Limited Liability Companies*, 8th Ed., 2007, p. 1122

<sup>148</sup> HAMILTON, *Cases and Materials on Corporation*, cit., 7th Ed., p. 1040

<sup>149</sup> Per un approfondimento su *SLUSA* e *Delaware carve-out* vedi <http://www.secactions.com/?p=831>

## Sezione II

### La responsabilità civile nel sistema italiano: un problema aperto

#### 1. La responsabilità civile per abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato

Nella legislazione italiana non è configurata una responsabilità civile per le condotte sopra delineate. L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione di mercato sono analizzate a seconda che la condotta si configuri come illecito penale ovvero come illecito amministrativo. Peraltro, la nuova disciplina sugli abusi di mercato, come delineata anche a livello comunitario, non si occupa di imporre agli Stati membri la configurazione di una responsabilità civile nei confronti di chi abusa delle informazioni in suo possesso o ne divulghi di false: vero è che le direttive comunitarie danno agli Stati membri le linee guida, starà, poi, ai singoli Stati decidere come disciplinare la materia. L'Italia, a differenza di altri Paesi dell'Unione, come ad esempio il Regno Unito<sup>150</sup>, non ha previsto una disciplina anche civilistica dell'abuso di mercato. Ancor più specifica e precisa è la legislazione statunitense<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> Nel Regno Unito si è fatto ricorso alla legge penale solo in un secondo momento, poiché ci si è concentrati sul danno che *l'insider trading* può causare al mercato. *L'insider trading* non è dannoso soltanto perché mina la relazione tra amministrazione della società e *insiders*, ma anche perché questo ha serie implicazioni sulla fiducia che gli investitori hanno nel mercato, che può essere minata: così RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY in *Market abuse and insider dealing*, cit., p. 17

<sup>151</sup> Negli Stati Uniti, i rimedi civilistici sono piuttosto corposi: provvedimenti ingiuntivi (*Section 21C-e*), azioni per la restituzione dei profitti illecitamente conseguiti (*Section 21C-e SEA 1934 e 16(b)*), infine, azioni a carattere risarcitorio. All'interno delle misure risarcitorie, il potere di azione è legislativamente previsto sia in capo all'organismo di controllo del mercato, la Sec, sia in capo a operatori privati. La SEC, fin dall'*Insider Trading Sanctions Act* del 1984, può adire la Corte distrettuale al fine di imporre una sanzione civile ai soggetti che abbiano violato le regole contenute nelle *Sections 10 e 14 ITSA 1984*, le norme che di esse sono un'applicazione, la *Rule 10b-5* e la *Rule 14e-3*, ovvero qualsiasi altra norma del *Securities Exchange Act* che vieti la pratica di *insider trading*. La Corte può applicare una sanzione commisurata al vantaggio conseguito dall'*insider* che va da somma pari al profitto ottenuto fino a somma pari al triplo del profitto conseguito. La somma inflitta a titolo di sanzione è destinata all'Erario dello Stato. Ai privati, fino al 1988, non sembrava consentita alcuna azione di risarcimento dei danni causati da *insider trading*. La prima fondamentale pronuncia

Il sistema ne risente. Se l'obiettivo primario della legislazione in materia di abusi di mercato è quello di evitare che la fiducia nel mercato sia intaccata, attraverso comportamenti scorretti, non prevedere un sistema di risarcimento del danno cagionato risulta quantomeno anacronistico. Bene la disciplina penale, bene anche l'illecito amministrativo ma ciò che si produce è un danno nei confronti del mercato e dei singoli operatori dello stesso, nonché nei confronti degli organismi societari che potrebbero risentire dell'attività posta in essere dall'*insider* primario, ma anche da quello secondario<sup>152</sup>. “Il calo delle contrattazioni globali e l'aumento del costo del finanziamento proprio (cui si aggiunge il conseguente necessario ricorso al ben più costoso eterofinanziamento), sono due facce del rischio da sfiducia che l'*insider trading* introduce sul mercato. Dunque, se è vero che il danno immediato si realizza a carico dei soggetti – controparti dell'*insider*, che perdono il guadagno dell'*insider* stesso, tale danno è idoneo a propagarsi, senza soluzione di continuità, sulla società emittente e sul mercato del risparmio, ovvero sugli investitori e sugli altri emittenti”<sup>153</sup>.

In letteratura, rari sono gli autori che si sono spinti ad analizzare il problema a livello civilistico, perché i più hanno approcciato al problema partendo dalla sanzione penale, in

---

risale al 1974 (*Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner Smith*), quando si affermò che il risarcimento del danno non dovesse avere come destinatari unicamente coloro che avevano operato come controparte dell'*insider*, ma anche coloro che avevano operato sul titolo dal momento in cui l'*insider* aveva rotto il dovere fiduciari. Nel 1981, la stessa Corte affermò che destinatari del risarcimento potevano essere solo coloro che avevano operato contemporaneamente all'*insider* (*Wilson v. Comtech Telecommunications Inc*). Nel 1988, con l'entrata in vigore dell'*ITSFEA* (*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*), nacque una vera e propria disciplina delle azioni private. Il legislatore aderiva alla teoria del *contemporaneus trader*, secondo la quale hanno diritto al risarcimento dei danni solo coloro che hanno operato contemporaneamente all'*insider*. L'azione civile, ai sensi della nuova *Section 20A SEA*, può esser esercitata dai soggetti privati direttamente danneggiati ed estesa, attraverso lo strumento della *class action*, a tutti coloro che hanno subito una violazione di posizione soggettiva dovuta allo stesso evento. Il risarcimento non può superare i profitti o le perdite evitate dall'*insider*, eventualmente diminuito della somma già restituita alla Sec ai sensi delle procedure di cui alla *Section 21D*.

<sup>152</sup> “Codesto interesse generale (l'efficienza del mercato) non è perseguibile se non tutelando, unitamente, anche l'interesse delle società emittenti”.

<sup>153</sup> MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in Giur. comm., 1995, I, p. 598 ss.

alcuni casi dalla sanzione amministrativa. Tutti si sono preoccupati della qualificazione giuridica della condotta come reato piuttosto che come illecito amministrativo e la giurisprudenza, dal canto suo, attraverso diverse pronunce, non ha ancora risolto definitivamente la questione.

A complicare il quadro, l'introduzione dell'art. 187-undecies tuf, che prevede la possibilità, per la Consob, di costituirsi parte civile nei procedimenti per *insider trading* e manipolazione del mercato e chiedere il risarcimento del danno all'integrità del mercato, la cui natura sarà analizzata in prosieguo.

Si cercherà di ricostruire i profili civilistici della fattispecie.

La nuova normativa, a differenza della precedente, che tutelava l'interesse al rispetto di obblighi di fedeltà o di collaborazione, tutela la parità di chances informative. *Insider*, dunque, può essere un soggetto che non è strettamente legato da rapporti diretti con il soggetto cui le informazioni riservate si riferiscono<sup>154</sup>. Ne consegue la possibilità di riconoscere, sul piano civilistico, per l'illecito in esame una responsabilità di tipo extracontrattuale. Non solo. Poiché la normativa intende tutelare il mercato, gli operatori del mercato, emittenti comprese, il rispetto della disciplina dovrebbe rientrare tra gli obblighi tipici della società. Questo comporterebbe il riconoscimento di una responsabilità contrattuale nei confronti di amministratori, direttori generali e sindaci, che venendo meno ai loro doveri potrebbero essere esposti ad azione di responsabilità sociale, ma anche a revoca per giusta causa<sup>155</sup>.

---

<sup>154</sup> Così, tra gli altri, MARCHETTI, *Profili civilistici dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, RABITTI BEDOGNI (a cura di), Giuffrè, 1992, p. 147

<sup>155</sup> L'amministratore, infatti, è responsabile nei confronti della società, secondo la regola generale di cui all'art. 2392 c.c., la cui applicabilità non può essere certamente esclusa dalla mancanza di una disciplina civilistica dell'*insider*. "Il divieto di *insider trading* introduce, infatti, uno di quei doveri che derivano dalla legge, che l'amministratore deve rispettare con la specifica diligenza richiesta, e della

Certamente non semplice è individuare il tipo di danno nei confronti della società o anche soltanto nei confronti del mercato, e il nesso di causalità tra condotta e danno. Proprio questa è una delle motivazioni che spinge ad affermare l'impossibilità di una disciplina prima di tutto civilistica degli abusi di mercato: non solo non è individuabile chi ha subito il danno, ma bisogna poi considerare che gli operatori entrano nel mercato volontariamente, senza esservi costrette dall'*insider*, per scelta autonoma. È stato, però, osservato che l'investitore che opera sul mercato dal quale il colpevole ha tratto profitto subisce le conseguenze dell'asimmetrica diffusione dell'informazione. Il danno, dunque, c'è, anche se il danneggiato è tutto il mercato e non è individuabile un singolo danneggiato. Il problema, però, non è la diffusione del danno, quanto piuttosto l'autonomia civilistica dell'illecito rispetto alla fattispecie penale<sup>156</sup>.

Certo è innegabile la possibilità che in capo ai cc.dd. *insiders* primari si configuri una responsabilità contrattuale nei confronti della società, in virtù del rapporto fiduciario che permea tutta la logica societaria; altresì è innegabile che di responsabilità extracontrattuale possa parlarsi relativamente agli *insiders* primari e secondari nei confronti del mercato. Ma chi è il mercato? È un locus artificialis, un insieme sconfinato di operatori, risparmiatori di difficile individuazione. A chi, allora, dovrebbe essere risarcito il danno? Forse il vero problema della configurazione dell'illecito civile è individuare i soggetti colpiti dall'illecito, non genericamente, ma

---

cui violazione è chiamato a rispondere in presenza di un danno alla società": così MACCABRUNI, cit. p. 615

<sup>156</sup> Ancora MARCHETTI, *Profili civilistici*, cit., p. 157; GIAVAZZI, *Insider trading: la prima condanna civile*, in *Società*, 2005, 1, p. 110: "le difficoltà di attuazione di questo modello sono molte e, secondo parte della dottrina, soprattutto penalistica, persino insuperabili. In particolare, si obietta che il privato investitore, ignaro dell'attività di *insider trading*, si troverebbe di fronte alla prova diabolica di individuare correttamente il soggetto *insider* e le modalità della sua condotta. [...] Se si aderisse a questa tesi, ne risulterebbe che, a fronte ad un fatto di *insider trading*, il risparmiatore non godrebbe di alcuna azione diretta a tutela del proprio patrimonio".

individualmente, oltre al danno risarcibile. Questo è problema di non facile soluzione: è la giurisprudenza che può darci un'idea di come quantificare il danno da abuso di mercato e in cosa quantificarlo<sup>157</sup>. Un parametro valutabile dai giudici è il profitto realizzato dall'*insider*, tanto nel rapporto tra questi e l'emittente, tanto nel rapporto tra questi e il mercato<sup>158</sup>.

La prima condanna civile risale al 2004, quando il Tribunale di Milano<sup>159</sup> ha riconosciuto l'*insider trading* come fatto generatore di danno ingiusto nei confronti dei *terzi* investitori, che hanno operato sul mercato in posizione di svantaggio informativo.

Il caso è stato oggetto anche di procedimento penale, che si è concluso con decreto di archiviazione il 21 novembre 2002. La Procura della Repubblica presso il Tribunale di Genova, dopo aver richiesto l'archiviazione per una serie di ipotesi di reato, tra cui l'aggiotaggio, trasmetteva gli atti alla competente Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, affinché procedesse separatamente in ordine al reato di *insider trading*. La Procura di Milano, pur riconoscendo che i soggetti indagati, rappresentanti delle banche appartenenti al comitato ristretto, potevano essere considerati *insiders* primari, riteneva che la notizia da essi detenuta (la conoscenza del fallimento del piano di ricostruzione in essere della società SCI e dello stato di dissesto della società) non potesse essere qualificata come *inside information*, sia perché informazione non caratterizzata

---

<sup>157</sup> Nel caso di *insider* ed emittente, qualcuno ha profilato la possibilità di prevedere una penale accessoria al contratto concluso da questi, laddove i costi di negoziazione dell'emittente si rivelino inferiori ai costi amministrativi di accertamento del danno: così BURTON, *The Economic Basis of Damages for Breach of Contract*, 1, in *Journal of legal studies*, 1972, p. 277 ss. Questo consentirebbe alla società il diritto ad una somma forfettaria senza essere chiamata a provare il danno subito.

<sup>158</sup> Esperienza americana del *disgorgement of profit*, anche a vantaggio della collettività, come suggerisce GAMBINO, *La valutazione degli interessi protetti e le conseguenze giuridiche, intervento alla Tavola rotonda presieduta da Minervini*, in il dovere di riservatezza nel mercato finanziario, L'“*insider trading*”, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992

<sup>159</sup> Tribunale di Milano 14 febbraio 2004, in *Società*, 2005, 1, p. 110, con nota di GIAVAZZI, cit.

da sufficiente specificità e *determinatezza* di contenuto, sia perché informazione nota al pubblico.

Nel caso di specie, è stato, dunque, espresso in sede penale e in sede civile un diverso giudizio sulla qualificazione del fatto come ipotesi di *insider trading*. Il giudice civile ha ritenuto sussistente, oltre alle violazioni amministrative degli obblighi informativi stabiliti dal Regolamento Consob n. 5553/1991, una piena violazione anche del divieto di *insider trading* espresso dalla normativa penalistica e ha trasmesso, “in considerazione della rilevanza penale dei fatti sopra accertati”, copia della sentenza alla Procura presso il Tribunale di Milano per quanto di competenza. La questione riguardava le banche appartenenti al comitato ristretto hanno sfruttato la notizia detenuta per evitare la maggiore perdita che sarebbe loro derivata se avessero effettuato l'operazione a notizia diffusa. Si è trattato della certezza che il cavallo su cui si era puntato era inevitabilmente perdente. La vendita massiccia effettuata nell'agosto e nel settembre 1997 ha evitato alle convenute di subire, anticipando i tempi, il tracollo del titolo, sospeso poi per eccesso di ribasso il 28 ottobre, immediatamente dopo la diffusione dei dati negativi contenuti nella relazione semestrale del gruppo SCI. Anche dalla parte del risparmiatore, non si è trattato della classica situazione in cui gli operatori, a fronte di un soggetto disponibile ad acquistare, decidono di vendere i titoli in portafoglio per un immediato e conveniente realizzo, non aspettandosi movimenti in rialzo del titolo. Gli investitori decidevano, invece di *dismettere* anch'essi i titoli SCI posseduti o di investire su altri titoli di acquistare o continuare ad acquistare il titolo, forti del risultato di bilancio al 31 dicembre 1996 e dell'*interesse*, diffuso dalla stampa, da parte di soggetti *terzi* all'acquisto della società. Si è trattato di operazioni di segno opposto, in un'ottica

sostanzialmente ribaltata rispetto alle ipotesi classiche di *insider trading*.

Le operazioni sono state effettuate da soggetti che il giudice ha ritenuto essere in una posizione di profonda asimmetria informativa e con prospettive radicalmente differenti: per il soggetto *insider* quella di liberarsi dei titoli in portafoglio con le minori perdite possibili, per i risparmiatori quella di investire su un titolo destinato al rialzo. La questione sulla quale il giudice penale (il G.I.P. nell'accogliere la richiesta di archiviazione) e quello civile si sono divisi è relativa al fatto se le Banche fossero in una posizione di vantaggio informativo. Detta circostanza è stata negata dal Pubblico Ministero presso il Tribunale di Milano nella richiesta di archiviazione, nella quale si legge che quella detenuta dalle banche non era un'informazione concreta caratterizzata da sufficiente specificità e *determinatezza* di contenuto, essendo connotata da coefficienti di valutazione e previsione, ed era, soprattutto, nota al pubblico dei risparmiatori.

Il modello di tutela civilistico adottato dal Tribunale è attuato attraverso la regola risarcitoria. Il Tribunale respinge la domanda degli attori di annullamento del contratto di acquisto dei titoli SCI.

Il Tribunale individua l'evento nel compimento da parte dei risparmiatori delle operazioni sui titoli a condizioni diverse da quelle che avrebbero avuto se fossero stati a conoscenza dei dati non divulgati. Nella motivazione si legge che il danno ingiusto è consistito in un “imprevedibile ed ingiusto assoggettamento a un maggior margine di rischio”, che si è tradotto in un “assottigliamento delle aspettative di investitori che sulla base delle notizie circolanti avevano scelto di agire in una situazione di rischio non consapevoli del fatto che il

rischio da essi assunto, per quanto alto, non si prospettava nella sua reale dimensione”.

Secondo il Tribunale si trattava di provare cosa avesse causato un acquisto a condizioni inique.

La sentenza fa poi riferimento all'affidamento al mercato da parte degli attori e alla diversa allocazione dei rischi sul mercato provocata dalle condotte delle convenute. Il giudice individua nelle leggi della finanza e del mercato, e soprattutto nella legge relativa alla formazione dei prezzi dei titoli, il criterio scientifico in grado di spiegare l'evento dannoso in modo razionale e verificabile.

La condotta delle banche è stata considerata condizione necessaria dell'evento, poiché è stata una delle azioni che ha provocato il danno lamentato dagli attori. Il fatto che la notizia di una possibile opa, da parte dei gruppi *interessati* all'acquisto della società, non consente di raggiungere la prova che gli attori, conoscendo la notizia, si sarebbero astenuti dall'operare sul mercato è elemento considerato dal giudice, nella valutazione equitativa, per escludere che il quantum del danno subito potesse coincidere con la perdita integrale dell'investimento, ossia con la differenza tra valore di acquisto e il prezzo di realizzo.

## **2. L'organo di vigilanza: la Consob**

Il capo IV tuf è dedicato ai *poteri* della Consob. Essa è l'organo di che vigila sull'osservanza delle disposizioni del tuf e di tutte le altre disposizioni emanate in attuazione della MAD. Essa è un'autorità amministrativa e, come tale, può irrogare le sanzioni amministrative previste dalla legge. Oltre ad irrogare le sanzioni, la Consob, proprio in virtù del *potere* di vigilanza, svolge un controllo *ex ante*, potendo compiere tutti gli atti necessari ad accertare la violazione delle disposizioni in

*interesse*. Nei confronti di chiunque sia informato sui fatti può chiedere dati, notizie o documenti sotto qualsiasi forma; chiedere registrazioni telefoniche esistenti; sentire personalmente la persona informata; sequestrare i beni che possono formare oggetto di confisca; ispezionare; procedere a perquisizioni, ex art. 33 d.p.r. n. 600/1973 e ex art. 52 d.p.r. n. 633/1981; può richiedere la collaborazione delle amministrazioni pubbliche; chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico, ex d.lgs. n. 196/2003; chiedere la comunicazione dei dati personali, in deroga al decreto sulla privacy; accedere alla Centrale dei rischi della Banca d'Italia; accedere ai dati presso l'anagrafe tributaria.

Alcuni di questi *poteri* possono essere esercitati solo previa autorizzazione del procuratore della Repubblica, anche se, in presenza di violazioni, la Consob può, in via cautelare, ordinare di porre fine alle relative condotte.

Il provvedimento con cui la Consob irroga la sanzione pecuniaria costituisce titolo esecutivo e, decorso inutilmente il *termine* del pagamento, essa procede a recuperare la somma secondo le norme previste in *materia* di riscossione. Tutto il procedimento è, oramai, nelle mani dell'organo di vigilanza, fa venir meno ogni partecipazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze alla parte conclusiva del procedimento sanzionatorio, così restando la Consob anche l'unica legittimata passiva nei procedimenti di opposizione.

Dal lato passivo, poi, il tuf, all'art. 187-nonies prevede le cc.dd. operazioni sospette che devono essere segnalate alla Consob. Il compito di segnalazione spetta ai soggetti abilitati; agli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e alle società di gestione del mercato e a tutti coloro che compaiono nel regolamento emanato dalla stessa Consob con il quale l'autorità stabilisce, appunto, i soggetti tenuti a questo

compito, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a porre in essere operazioni sospette, nonché modalità e *termini* delle segnalazioni.

Al di là dei compiti della Consob e del suo *potere* di vigilanza, interessante è l'art. 187-undecies tuf, che riconosce all'autorità la posizione di danneggiata nei procedimenti penali per abusi di mercato e consente alla stessa di costituirsi parte civile e chiedere, a riparazione dei danni all'integrità del mercato, il risarcimento degli stessi<sup>160</sup>. Il danno verrebbe stabilito in via equitativa dal giudice, tenendo conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito.

Tale facoltà non era prevista in passato, l'articolo è, infatti, stato novellato dall'art. 9 l. n. 62/2005, anzi la giurisprudenza tendeva a negare la possibilità alla Consob di costituirsi parte civile nel processo<sup>161</sup> e di vedersi, dunque, risarcita il danno patrimoniale e non patrimoniale. Oggi la giurisprudenza<sup>162</sup>, almeno di merito, tende a riconoscere alla Consob non solo il risarcimento del danno patrimoniale ex art. 2043 c.c., che si concretizzerebbe nel costo delle funzioni che la stessa ha dovuto sostenere, in attuazione del mandato, ma anche il danno ex art. 2059 c.c., danno che, sempre secondo il giudice di merito deve essere inteso in senso ampio, comprensivo di ogni ipotesi in cui si sia lesa una prerogativa inerente alla persona, anche giuridica; inoltre, ha ritenuto che la Consob ha subito un danno immediato e diretto dalla lesione dell'*interesse*

---

<sup>160</sup> “Si tratta, comunque, di una disposizione alquanto originale nel nostro ordinamento, che per certi aspetti sembra quasi echeggiare la figura dei cosiddetti «danni punitivi» del diritto nordamericano, non essendo altrimenti giustificabile l'attribuzione alla Consob di un ristoro patrimoniale per un fatto illecito che si ipotizza lesivo non certo del suo specifico patrimonio, bensì di un'entità del tutto astratta qual è l'integrità del mercato”: ancora RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del MARKET ABUSE*, in *Società*, 2005, 7, p. 813

<sup>161</sup> Così Tribunale di Milano 14 febbraio 2004

<sup>162</sup> Tribunale di Milano 21 dicembre 2006, in *Corr. Giur.*, 2007, 8, p. 1133, con nota di BRUNO - ROZZI

all'integrità del mercato, *interesse* di cui essa è istituzionalmente referente. Ancora il Tribunale, poi, ha distinto tale danno, inquadrato nell'alveo dell'art. 2059 c.c., dalla lesione all'ordine pubblico economico alla cui tutela è posta la sanzione penale, ed ha rilevato come il “danno all'integrità del mercato”<sup>163</sup> va, quindi, riferito alla lesione arrecata alla omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob; spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti; discende dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile<sup>164</sup>. Altra giurisprudenza di merito<sup>165</sup> ha affermato che “la Consob non è assimilabile ad un ente esponenziale in senso proprio, trattandosi di un organo di controllo e di vigilanza del mercato finanziario; la stessa, dunque, non si surroga agli altri soggetti eventualmente danneggiati ma agisce “*iure proprio*” a tutela dei diritti che le sono direttamente riconosciuti quale garante della integrità del mercato, normativamente identificata come bene giuridico leso dagli illeciti in discorso. In particolare, l'Autorità è legittimata a pretendere il ristoro del “danno da discredito istituzionale”, derivante dalla compromissione del ruolo e della funzione di organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'efficienza e la trasparenza del mercato, ma che per effetto della commissione del reato è percepito come incapace di

---

<sup>163</sup> Secondo il tribunale: “venendo dunque alla liquidazione del danno non patrimoniale, non vi è dubbio che lo stesso non possa essere *determinato* equitativamente ex art. 1226 c.c. e che tale liquidazione debba essere rapportata alle circostanze del caso concreto desunte dall'entità e dalla natura del danno e dalla gravità del reato né si deve risolvere in un mero simulacro o una parvenza di risarcimento”.

<sup>164</sup> Secondo LUONGO-SCEUSA, in *Trattato dei nuovi danni*, diretto da Cendon, vol.I, CEDAM, 2011, p. 206, sarebbe evidente nella sentenza richiamata la finalità punitivo-deterrente assegnata dall'ordinamento alla responsabilità civile. Assumono, dunque, rilievo sia il richiamo ad un tipico valore di rilevanza meta individuale qual è la trasparenza del mercato finanziario per giustificare la risarcibilità di un danno sganciato dalla dimostrazione di un pregiudizio patrimoniale subito dall'investitore, sia il riferimento all'equità per arrivare alla concreta *determinazione* del risarcimento. Il legislatore, nella fattispecie citata, avrebbe, secondo gli autori, voluto dare alla Consob il ruolo di titolare del *potere* di azionare l'azione civile in quanto ente rappresentativo del bene giuridico offeso dalla condotta di colui che ha agito. Si *tratterebbe*, dunque, di opzione *alternativa* rispetto ad altre tecniche altrove utilizzate, come l'iniziativa ufficiosa del giudice (art. 97 c.p.c.) o comunque astrattamente configurabili, soprattutto dopo l'introduzione della *class action* nel Codice del consumo.

<sup>165</sup> Tribunale di Milano 25 ottobre 2006, in *Corr. Del merito* 2007, 6, p. 767, con nota di FOLADORE

esercitare efficacemente il proprio mandato. In ragione della sostanziale assimilabilità al danno all'immagine, il danno in discorso è *determinato in via equitativa*".

Anche la Corte di Cassazione<sup>166</sup> ha avuto modo di pronunciarsi in *materia*, relativamente a fatti, però, *anteriori*

---

<sup>166</sup> Cass. Pen., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588, in banca dati *DeJure*. Secondo la Corte la L. 18 aprile 2005, n. 62 ha considerevolmente riformulato le facoltà assegnate alla Consob nel processo penale, così *determinando* un considerevole rafforzamento della posizione dell'Ente pubblico nella dinamica del processo penale, nel quale la novella ha ad esso assegnato il ruolo di vera e propria parte processuale. Una parte, per il vero, che è legittimata all'esercizio di diritti spettanti ai risparmiatori danneggiati dalla lesione all'"integrità del mercato" provocata dall'azione criminosa descritta dagli artt. 184 e 185. Posizione che - al contempo - vede *inalterata* la qualità di ente cd. "esponenziale" per la rappresentanza degli *interessi* diffusi propri del mercato mobiliare, siccome esplicitamente indicato dall'art. 187-*undecies*, comma 1. "Va subito detto che non è sicuramente di ausilio il richiamo al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 9, comma 6, norma che si riferisce a disposizioni depenalizzate (e, quindi, al campo disciplinato dalla L. 24 novembre 1989, n. 689, art. 1), tale non essendo l'art. 184 (nelle sue varie mutazioni, se non per marginale porzione, attinente ai soggetti qualificati, ambito che qui non *interessa*). Come già osservato dalla maggioranza degli studiosi, il testo dell'art. 187-*undecies*, comma 2, è di lettura difficile, piuttosto discosta dai canoni conosciuti del nostro ordinamento".

La legittimazione alla costituzione di parte civile, attribuita espressamente a CONSOB comporta un implicito significativo riconoscimento a favore della Commissione di vigilanza di un diritto o, seguendo, un orientamento giurisprudenziale di merito (Trib. Milano, 29 dicembre 2005) una "situazione giuridica soggettiva". Cioè, la titolarità richiede in sede processuale la riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato. La legittimazione processuale a far valere azione civile nel processo penale, infatti, non è concettualmente separabile dalla pretesa, individuata nella titolarità in capo al soggetto legittimato ad invocarne la ripetizione davanti al giudice. Quest'ultima rappresenta un diritto che il legislatore ha creato *ex novo* in capo a CONSOB, al fine di dotare l'ente di un ben maggiore peso nella dialettica processuale e nell'istanza repressiva per questo tipo di illeciti. Come esattamente suggerisce la memoria difensiva di CONSOB nell'attuale processo, la *lettera* normativa dell'art. 187 *undecies*, comma 2, raccoglie un'endiadi, prevedendo due distinte statuizioni: sia la facoltà riconosciuta a (CONSOB di costituirsi parte civile sia la facoltà specifica di questa parte di *ripetere* i danni conseguenti ai reati di *market abuse*. Ed è questo secondo profilo che presenta un *carattere* innovativo, includendo il riconoscimento di un diritto (o se si preferisce di una "situazione giuridica soggettiva") che prima non era stato formulato dal legislatore.

Donde la conclusione che, se per quanto attiene alla legittimazione alla costituzione di parte civile, la previsione dell'art. 187-*undecies*, può ritenersi una ricognizione di una già consolidata giurisprudenza. Ma non così è consentito affermare per la distinta potestà di formulare istanza di riparazione dai danni conseguiti all'"integrità del mercato", diritto introdotto con la riforma portata dalla L. 18 aprile 2005, n. 62.

Quale sia il contenuto della tutela cui mira la pretesa riparatoria avanzata da CONSOB non è difficile individuare.

Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 5, comma 1, nell'indicare l'oggetto della vigilanza ascritta agli enti a ciò preposti (Banca d'Italia e CONSOB) evoca la "trasparenza e la correttezza dei comportamenti [...] avendo riguardo alla tutela degli investitori ed alla stabilità, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema finanziario" ed assegna all'ente articolate competenze (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 91, art. 113, comma 1, artt. 114, 115, 193 e 195), protese a realizzare la correttezza delle informazioni, la parità di accesso ai dati *price sensitive* (cd. trasparenza del mercato e par condicio informativa) in vista della fisiologia complessiva delle negoziazioni.

Non dissimilmente la (successiva nel tempo) Direttiva 2003/6/CE segnala come "gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati". Esiste, pertanto, un ragionevole legame tra la funzione di CONSOB e la sua specifica attività nella repressione dei fenomeni di devianza finanziaria, tra cui le fattispecie di cui al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 184 e 185.

---

Non è, invece, chiara la relazione che corre tra la tutela così delineata ed il profilo dell'attività riparatoria sottesa dalla costituzione di parte civile nel processo penale.

Non sfugge al Collegio che (contrariamente a quanto opinato dai ricorrenti, cfr. ricorso avv. Dinoia, pag. 38) sia il Tribunale di Milano sia la Corte d'Appello milanese (cfr. per es. Trib. Milano, 25 gennaio 2005, proc. Parmalat; GIP Trib. Brescia, 3 marzo 2005, proc. BIPOP CARIRE, Trib. Milano, 25 ottobre 2006, C; analogamente Trib Milano, 23 novembre 2006, C. G./Consob; Trib. Milano, 23 gennaio 2007; GIP. Trib. Milano, 14 maggio 2007, ecc.) esprimono una giurisprudenza (diligentemente ripresa nella memoria di CONSOB) che cerca una spiegazione logica al quesito, sia pure con argomentazioni difformi, frutto di articolate e di complesse analisi (talora contrassegnate da qualche astrazione, non facilmente comprensibile) sulla effettiva natura di siffatto diritto. Ma gli arresti dei giudici di merito non convincono.

Non può plausibilmente sostenersi che CONSOB possa agire per il ristoro patrimoniale delle conseguenze di un illecito che non vulnera la sua soggettività o la sua sfera patrimoniale. La *lettera* della norma, infatti, allude al pregiudizio "all'integrità del mercato", cioè ad un'entità (in sé astratta) che è distinta dall'ente di vigilanza (né la responsabilità per danni attinge alla sfera di propri funzionali o dipendenti, ma di soggetti sottoposti alla sua vigilanza). Per quanto siano encomiabili gli sforzi interpretativi per darsi ragione della volontà normativa, la lesione dell'integrità del mercato non riesce, secondo i normali criteri di imputazione causale, a trasformarsi in danno all'integrità dell'ente pubblico di vigilanza: vorrebbe dire giungere all'identificazione dell'oggetto del compito tutorio con il soggetto ad esso preposto.

Al contempo, la "frustrazione" che l'illecito reca ai compiti istituzionali dell'ente non coincide con il danno che gli operatori del mercato possono lamentare, poiché il pregiudizio patrimoniale non scaturisce dalla compressione delle funzioni di controllo, bensì dalla commissione del reato, nonostante il dispiegamento delle stesse. Sì che, piuttosto, avrebbe senso logico riguardare a CONSOB come potenzialmente responsabile di un insufficiente controllo a cui era stata preposta.

Del resto, nel caso che qui interessa, è arduo configurare la "frustrazione" dell'organismo di vigilanza poiché l'impiego criminoso della notizia privilegiata avvenne nel contesto di contrattazioni strettamente riservate e lontane dalla percezione dell'organo pubblico.

Le difficoltà di applicazione discendono, ancora, dall'inconsueta sfasatura logica - voluta espressamente dal legislatore - tra il soggetto titolare del diritto leso (il mercato) e la titolarità all'indennizzo conseguente alla lesione, CONSOB, anomalia che, tra l'altro, priva di serie verifica la misura del quantum oggetto di condanna frutto di un computo, quello equitativo (con ostacolo alla reale possibilità di apprezzamento della giustificazione giudiziale al riguardo, onde non è infondata la doglianza che vede nell'uso della statuizione riparatoria una vera leva della repressione penale, in sostituzione di quella, più coerente al sistema, dettata dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 185, comma 2).

Né sembra possibile raffigurare in capo a CONSOB - in mancanza di adeguato cenno legislativo - poteri di sostituzione nell'esercizio dei diritti dei risparmiatori, né la legge attribuisce all'organo una potestà vicaria nella riscossione della somma assegnata dal giudice a riparazione del pregiudizio al mercato (infatti, quanto riscosso da CONSOB non refluisce immediatamente ed integralmente a favore degli operatori di borsa lesi dal reato, come, invece, è previsto, in tema di privacy dal T.U. 30 giugno 2003, n. 197, art. 166, che dispone "i proventi, nella misura del cinquanta per cento del totale annuo, sono riassegnati al fondo di cui all'art. 156, comma 10, e sono utilizzati unicamente per l'esercizio dei compiti di cui all'art. 154, comma 1, lett. h), e art. 158", medesimo T.U.).

Del pari, non risulta di maggiore aiuto il richiamo al danno rappresentato dall'appannamento dell'immagine di CONSOB agli occhi degli operatori di Borsa, in conseguenza della violazione della legge penale.

Anche se si tratta di una prospettiva logicamente più apprezzabile in linea astratta i (non condivisa, tuttavia, da una parte della giurisprudenza milanese, cfr. Trib. Milano, 23 gennaio 2007, cit.), essa appare - quantomeno nell'attuale vicenda - nient'affatto proponibile.

Manca, infatti, la possibilità (per quanto è dato dedurre dalle decisioni di merito) di prospettare la constatazione per cui, nonostante la presenza dell'organo di vigilanza, gli operatori finanziari qui imputati, abbiano potuto superare le maglie predisposte, così rendendo vana ed insufficiente l'azione preventiva e di contrasto agli abusi, assegnata a CONSOB. Anzi, a ben vedere, deve rilevarsi - seguendo le decisioni dei giudici milanesi - che sollecitata da BANCA POPOLARE DI MILANO, azienda di credito direttamente interessata, CONSOB dispiegò rapidamente ed efficacemente i suoi copiosi poteri istruttori per ricostruire in breve tempo i tratti della vicenda. Dunque, manifestando verso gli operatori del mercato borsistico la propria capacità ed efficienza accertativa.

alla novella del 2005. La Corte non ha riconosciuto alla Consob la possibilità di costituirsi parte civile nel processo penale, non avendo l'art. 187-undecies tuF portata retroattiva, in quanto l'indennizzo non avrebbe natura risarcitoria, bensì sanzionatoria.

La posizione della Corte, allora, potrebbe giustificare la previsione di un risarcimento diretto alla Consob: l'indennizzo come sanzione configurerebbe una "punizione" per coloro che hanno intaccato l'integrità del mercato e hanno impedito all'istituzione di porre in essere la propria funzione.

---

Inoltre, e l'osservazione è dirimente, il Tribunale di Milano ha escluso la suscettibilità di questo pregiudizio alla riparazione invocata dal CONSOB e quest'ultima non ha *interposto* impugnazione al proposito (onde non riesce neppure possibile riconoscere, oggi, la legittimazione dell'ente a ripetere questo tipo di danno, valendosi del richiamo ad una generica lesione al diritto dell'ente pubblico ex artt. 2043 e 2059 cod. civ.).

Tornando ora al quesito dedotto dai ricorsi dei difensori, riconoscendo come "nuovo" per il nostro ordinamento il diritto (o situazione soggettiva) sotteso alla facoltà attribuita (ai sensi del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 187-undecies) a favore CONSOB, consentendole di costituirsi parte al fine di pretendere la riparazione dei danni conseguenti ai delitti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione di mercato, in mancanza di disposizioni transitorie al riguardo, la Corte esclude che possa attribuirsi legittimazione processuale per fatti commessi *anteriores* all'entrata in vigore della novella introdotta dalla L. 18 aprile 2005, n. 62, art. 9. E, cioè, in epoca antecedente all'esistenza del diritto.

La questione così posta non si colloca nella cornice di mero diritto processuale, circa la possibilità o meno di costituzione della parte civile di CONSOB (inserimento che in sé legittimerebbe l'efficacia retroattiva del portato normativo verso situazioni *anteriores* alla vigenza della norma), bensì - per il novum conferito dall'art. 187-undecies a favore dell'ente pubblico - in un quadro di diritto sostanziale. L'inesistenza di questo diritto, al momento della violazione lamentata, esclude in radice l'applicazione della disposizione a fatti *anteriores* alla sua vigenza.

Quanto sinora osservato prescinde, inoltre, dalla definizione della pretesa processuale di cui al presente discorso, come "sanzione civile" (istituto importato dal sistema anglosassone, che un tempo trascurava le peculiarità della repressione penale rispetto a quella civile, nelle prassi della cd. giurisprudenza di *equity*), assunto che rinviene sostegno dall'incontestabile rilievo dalla singolarità della situazione in cui la parte non è rappresentante degli operatori di mercato (e che consente un arricchimento di chi non è danneggiato da reato), bensì preposta alla tutela di un *interesse* pubblico, tradizionalmente presidiato da sanzioni penali o amministrative. Questa Corte (recentemente: Cass. civ., sez. 3<sup>a</sup>, 19 gennaio 2007, n. 1183) ha negato ingresso a siffatta tipologia repressiva, in funzione della sua sostituzione al risarcimento del danno (per vero, in epoca antecedente alla riformulazione apportata dalla L. n. 69 del 2009, all'art. 96 c.p.c., deve riscontarsi il *potere* del giudice civile, libero da istanza di parte, di pronunciare la condanna a sanzione pecuniaria nei confronti di chi abbia avviato iniziativa processuale temeraria; non così, invece, la L. 8 febbraio 1948, n. 47, art. 12 che ammette la sanzione pecuniaria quale forma di riparazione integrativa ed *ulteriore* rispetto al risarcimento del danno, non già in funzione indennitaria del pregiudizio patrimoniale, come indicato dall'art. 187-undecies). Ove si convenga con questo inquadramento, la irretroattività del disposto normativo portato dall'art. 187, comma 2, nella parte correlata alla riparazione dei danni conseguenti ai reati di *market abuse*, risulta rafforzato (e le riflessioni discendenti dalla nota giurisprudenza della Corte Europea circa la necessità di aderire alla sostanza degli istituti, al di là delle mere espressioni *letterali*, oggetto di puntuale ed opportuno richiamo da parte del Procuratore Generale all'odierna udienza, assumono un significativo peso al proposito).

Conseguentemente la sentenza, limitatamente alla parte che condanna alla riparazione dei danni cagionati alla regolarità del mercato, viene annullata senza rinvio".

Ma ancora non convince. Perché la somma non è destinata all'Erario dello Stato come, invece, avviene negli Stati Uniti? O, ancora, al Ministero dell'Economia e delle Finanze, come avviene per la sanzione amministrativa irrogata ai sensi degli artt. 187-bis e *ter*? La risposta sarebbe che le sanzioni amministrative di cui sopra avrebbero natura pubblicistica e come tali sono amministrate dal Ministero che poi le destina a specifiche finalità. Nel caso del risarcimento riconosciuto alla Consob ex art. 2043 c.c. saremmo di fronte ad una sanzione di natura privatistica, riconosciuta all'ente in quanto tale e in quanto personificazione del mercato. È la Consob, infatti, che promuove l'azione civile e quanto riconosciute a titolo di risarcimento viene dalla stessa incassata e contribuisce in minima parte al finanziamento dell'organo. Non ha, infatti, avuto ancora alcun seguito la proposta di quanti, già in passato, hanno suggerito la costituzione di un fondo riservato, con specifica destinazione, ove far confluire queste risorse. L'Autorità ha, a sua disposizione, le sanzioni amministrative irrogate ai soggetti quando ha motivo di ritenere che la condotta posta in essere configuri un abuso di mercato. Perché anche l'ulteriore ristoro? In cosa consiste il danno alla Consob? Parlare di danno all'integrità del mercato è eccessivamente generico ed eccessivamente si discosta dalla Consob<sup>167</sup>: lo dice la locuzione stessa che il danno non lo subisce chi controlla, bensì il mercato in quanto tale, gli investitori e gli emittenti, quindi. Assurdo è, ancora, sentir

---

<sup>167</sup> Si tratta di un danno strettamente connesso al danno nei confronti del cliente: "il rispetto delle regole generali poste a presidio del buon funzionamento e dell'integrità dei mercati costituisca il naturale limite entro cui l'intermediario può spingere la cura diligente degli interessi propri e di quelli a lui affidati dai clienti. Indicazione, quest'ultima, che sembra ora trovare una significativa conferma in due nuove disposizioni introdotte nel tuf dalla citata L. n. 62/2005: anzitutto quella dell'art. 181, comma 5, che espressamente sanziona il comportamento scorretto dell'intermediario il quale approfitti per sé dei vantaggi informativi derivanti da ordini trasmessigli dal cliente (c.d. *front running*); in secondo luogo - e principalmente - quella del già citato art. 187-*nonies*, che fa obbligo anche all'intermediario di segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che potrebbero ragionevolmente far sospettare l'esistenza di fatti di *insider trading* o di manipolazioni del mercato (in ottemperanza, del resto, a quel che prevede altresì al riguardo l'art. 25 Direttiva 2004/39/CE, non ancora formalmente recepita)": così RORDORF, cit.

parlare di danno all'immagine della Consob. Quale immagine? Quella di istituzione che, a causa della condotta abusiva dell'*insider*, non si è trovata nelle condizioni di svolgere adeguatamente le proprie funzioni?

La soluzione, forse, sarebbe far agire la Consob in via surrogatoria, costituendo un fondo "per il mercato" al quale destinare l'indennizzo ricevuto in sede processuale. D'altro canto cercare di individuare uno specifico destinatario dell'indennizzo sarebbe impossibile, vista la generalità del mercato e d'altro canto la giurisprudenza sembra aver escluso tale possibilità, perché non espressamente prevista.

E allora siamo a un punto di stallo. Né aiuta la legislazione europea. Fermandoci alla *lettera* della disposizione, non possiamo che affermare che alla Consob è riconosciuta la possibilità di ottenere un indennizzo per il danno subito, la cui natura non sarebbe risarcitoria, bensì sanzionatoria.

La conclusione soddisfa il lettore?

### **3. La Consob: da ente risarcito a ente che deve risarcire**

La Consob, come già precisato, ha il compito di vigilare sul mercato, con i *poteri* previsti dalle leggi speciali, ma anche nel rispetto dei principi della imparzialità, della legalità e della buona amministrazione che trovano fondamento nella Carta Costituzionale agli artt. 97 e 47 Cost.

A *poteri* di vigilanza, dunque, si accompagna il dovere, da parte dell'Autorità, di svolgere i propri compiti con la diligenza che le è richiesta; la funzione pubblica che è chiamata a svolgere impone, laddove la vigilanza non sia diligente, che l'amministrazione pubblica risponda dei danni causati dal suo comportamento.

Tale responsabilità viene, oramai all'unanimità, ricondotta alla responsabilità aquiliana ex art. 2043 c.c., per aver arrecato pregiudizio ad un bene super individuale, quale è l'integrità del mercato<sup>168</sup>: "l'illegittimità dell'agire amministrativo espone di per sé la pubblica amministrazione a responsabilità verso il privato che abbia risentito del pregiudizio. Tale danno è da individuare – in una dimensione collettiva o diffusa avente una funzione risarcitoria – nel pregiudizio arrecato ad un bene super individuale quale è l'integrità del mercato"<sup>169</sup>.

Due sono le posizioni che si sono affermate relativamente alla responsabilità della Consob nei confronti del mercato e dei risparmiatori: a) secondo un primo orientamento<sup>170</sup>, si configurerebbe una lesione del diritto dell'investitore ad orientarsi con consapevolezza sul mercato e del diritto alla libertà contrattuale o del diritto soggettivo dell'investitore; b) secondo altro orientamento<sup>171</sup>, la responsabilità si configurerebbe per mancato o inesatto adempimento degli obblighi di vigilanza cui l'istituzione è preposta.

In materia di responsabilità extracontrattuale della Consob, l'ultima pronuncia in ordine temporale è quella della Corte di Cassazione, con sent. n. 6681/2011<sup>172</sup>.

In fatto alcuni risparmiatori citavano in giudizio la Consob nel 1997 chiedendone la condanna ai sensi dell'art. 2043 c.c., per ottenere il risarcimento dei danni subiti in seguito alla perdita totale degli investimenti effettuati su sollecitazione

---

<sup>168</sup> Cass. Civ. 3132/2001 ha stabilito la responsabilità della Consob per aver omesso di intervenire con iniziative istruttorie, integrative e repressive su operazioni che non erano prima facie caratterizzate da veridica informazione.

<sup>169</sup> Così FANTETTI, *Responsabilità ex art. 2043 c.c. della Consob per mancata tutela del risparmio*, in Resp. Civ., 2011, 6, 435. Contrariamente Corte di Giustizia Europea, 12 ottobre 2004, causa C – 222/02, caso Peter Paul, che concerneva un caso di omessa vigilanza e intervento su un ente creditizio da parte del *Bundesaufsichtsamt*, in Società, 2005, 12, p. 62

<sup>170</sup> GUIZZI, *Mercato finanziario*, in Enc. Dir., V, Milano, 2001

<sup>171</sup> CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto* – Scritti in onore di Mengoni, Milano, 1995, p. 148 ss.

<sup>172</sup> C.Cass. 23 marzo 2011, n. 6681, in Leggi d'Italia.it

della SFA società servizi finanziari amministrativi e dalla SFA commissionaria srl.

Nel 2004 il giudice accoglieva le domande di tutti gli attori e, rigettando le domande dei risparmiatori *interventuti* condannava la Consob all'integrale risarcimento dei danni, per non avere la stessa operato diligentemente.

La Consob propone appello. La Corte d'Appello, nel 2007, rigetta l'appello della Consob e la condanna alla rifusione delle spese del grado.

L'Autorità ricorre in Cassazione, adducendo sette motivi di censura; ai nostri fini il *terzo*, il quarto e il quinto rilevanti.

Con il *terzo* motivo, deduce *error in iudicando* con riferimento alla originaria legge n. 216/74, che non contiene il riferimento al regolamento Consob dell'85, il quale prevede un controllo meramente formale da parte della Commissione, nella raccolta delle informazioni relative al gruppo di cui successivamente la società finanziaria era entrata a far parte.

Secondo la Corte, il motivo è inammissibile. Il quesito tende a delimitare nel tempo la responsabilità della Consob, ma non la esclude per il tempo della durata della gestione del risparmio sotto il vigore della nuova legge, che attribuisce all'Autorità sostanziali *poteri* di vigilanza e controllo.

Con il quarto motivo la Commissione deduce *error in iudicando* in relazione alla novella del 1991 e in relazione all'imputazione a negligenza della Consob il fatto di aver concesso alla SFA Distribuzione spa l'autorizzazione ad esercitare servizi di *intermediazione* mobiliare e gestione del risparmio. Motivo, questo, strumentale ad esonerare la Consob da ogni responsabilità civile per colpa omissiva.

Secondo la Cassazione, la formulazione del motivo non coglie quanto pronunciato dalla corte di merito, che ha posto in evidenza la continuità delle gestioni finanziarie nel vigore della nuova legge del 1991 e che la Consob poteva certamente effettuare un controllo efficiente sulla onorabilità del “plesso amministrativo” della società.

Né il *terzo*, né il quarto motivo erano stati sufficienti ad elidere l'imputabilità soggettiva della Consob per colpa grave.

Anche questo motivo, dunque, viene dalla Corte dichiarato inammissibile, per incompletezza della sintesi di riferimento tra il fatto dannoso costituente danno ingiusto e condotta del soggetto agente da ritenersi non imputabile, malgrado l'attribuzione di *poteri* inibitori, istruttori e ispettivi, non tempestivamente esercitati per evitare la continua espropriazione e distruzione dei risparmi sollecitati.

Con il quinto motivo si deduce *error in iudicando* per avere i giudici del merito valutato l'illegittimità dell'atto autorizzatorio, anche in presenza di verifiche negative.

Secondo la Corte, il motivo è privo di decisività in ordine alla *interpretazione* costituzionalmente orientata del provvedimento autorizzatorio. Esso non è provvedimento di mero accertamento, bensì di discrezionalità vincolata alla valutazione dei requisiti sostanziali di affidabilità, onorabilità e trasparenza. “La valutazione dell'illecito”, ricorda la Corte richiamando precedente orientamento giurisprudenziale, “come circostanziato appare dunque compiuta con un prudente apprezzamento delle prove, sia per la imputabilità soggettiva che per il danno evento che ne deriva, trattandosi di causalità giuridica da omissioni costituenti inadempimento di un obbligo di garanzia, data la rilevanza costituzionale del risparmio pubblico e privato”.

La Corte, dunque, afferma: “la attività della pubblica amministrazione, ed in particolare della Consob, ente pubblico di garanzia di controllo e vigilanza sul mercato dei valori mobiliari e sulla raccolta finanziaria del risparmio, deve svolgersi nei limiti e con lo esercizio dei poteri previsti dalle leggi speciali che la istituiscono, ma anche della norma primaria del *neminem ledere*, in considerazione dei principi di legalità imparzialità e buona amministrazione dettati dallo art. 97 Cost., in correlazione con lo art. 47 Cost. prima parte: pertanto la Consob è tenuta a subire le conseguenze stabilite dall’art. 2043 c.c., atteso che tali principi di garanzia si pongono come limiti *esterni* alla sua attività discrezionale, ancorché il sindacato di questa rimanga precluso al giudice ordinario. L’illecito civile, per la sua struttura, segue le comuni regole del codice civile anche per quanto concerne la imputabilità soggettiva, la causalità, l’evento di danno e la sua quantificazione”.

Per questi motivi, la Corte rigetta il ricorso e conferma la condanna della Consob.

## Conclusioni

Il lavoro presentato costituisce solo una piccola parte di quelli che sono i problemi e le sfaccettature degli abusi di mercato e costituisce la premessa di un'approfondita ricerca. Questo argomento ha suscitato in me la curiosità di approfondire una disciplina che abbraccia diverse branche del diritto, dal diritto dei mercati finanziari, al diritto penale, al diritto civile, nonostante molti tendano a definirlo un argomento di natura esclusivamente penalistica. È, certamente, innegabile che l'argomento sia oggetto di pronunce della corte penale, come è innegabile che lo stesso cliente che chieda assistenza per un procedimento per abusi di mercato si rivolga ad un penalista, piuttosto che ad un civilista, ma il problema degli abusi riguarda prima di tutto il mercato stesso, e non un qualunque mercato, bensì il mercato dei capitali, il mercato borsistico, le prassi in esso poste in essere, mercato che non è semplice conoscere senza le competenze tecniche proprie di un commercialista esperto in mercati finanziari. Alcune dinamiche che si consumano all'interno di esso sono, infatti, ignare ai più. Questo a dimostrazione del fatto che non un qualunque penalista sarebbe in grado di occuparsi della *materia* oggetto di studio. Senza tralasciare che il legislatore ha inserito la disciplina degli abusi di mercato non nel codice penale, bensì nel Testo Unico in *materia* finanziaria. Certo, non si può non dar conto del fatto che questa tendenza potrebbe divenire prassi laddove la Comunità Europea *interverrà*, come ha intenzione di fare, inasprendo maggiormente le sanzioni penali, dunque non *intervenendo* su questioni che, al contrario, *necessiterebbero* di una maggiore considerazione, come ad esempio la qualificazione del danno e la sua *determinazione*.

Come si evince dalla lettura del presente lavoro, spesso il rinvio alla disciplina penale è stato utile a ricostruire le fattispecie concrete, ma non ha mai costituito il filo conduttore del lavoro svolto. Piuttosto, mi sono focalizzata su argomenti che maggiormente si avvicinano al lavoro che svolgo ogni giorno, cercando, e sperando di esservi riuscita, ad evidenziare le caratteristiche civilistiche del problema, tra cui, the last but not the least, il problema del risarcimento del danno alla Consob, come “custode” dell’integrità del mercato.

Leggendo libri, trattati, monografie emerge sempre lo stesso fattore: cercare un metodo efficiente che renda poco appetibile il ricorso a pratiche abusive. Questo metodo è stato rinvenuto nella sanzione penale, *alternata* alla sanzione amministrativa, perché considerata l’unica in grado di fungere da *deterrente*. Secoli e secoli di esperienza ci dicono, invece, che spesso la sanzione penale non raggiunge il risultato sperato. La sua esistenza rappresenta un conforto e un palliativo, necessario, per la società, che spesso, anche e soprattutto, per i problemi legati alla giustizia non riesce a sortire i risultati voluti. Ma il solo fatto che le sanzioni penali esistano crea nella società la sensazione di un “porto sicuro” e la speranza che *determinati* comportamenti non restino impuniti.

La sanzione penale, però, non basta se non è affiancata da previsioni efficaci in *materia* di risarcimento. Non è correttamente completata la disciplina se all’applicazione della sanzione penale non si accompagna una chiara disciplina dell’azione di danno.

La disciplina sugli abusi di mercato, già per il solo fatto che sia stata inserita nel tuf, ha cercato di coordinare l’azione penale e l’azione civile, mal riuscendoci.

Dunque, si potrebbe pensare non ad una separazione come esiste nel Regno Unito tra disciplina civile e disciplina penale (tanto che adesso il progetto è quello di unificare le due), ma tracciare un confine netto tra i comportamenti che possono essere qualificati di rilevanza civilistica e quelli che, al contrario, richiedono l'applicazione della sanzione penale.

Dalla ricerca svolta emergono diversi aspetti: i primi riguardano le motivazioni che hanno spinto gli ordinamenti a disciplinare il fenomeno degli abusi di mercato. Se si ricerca la motivazione di fondo della legislazione in materia si può notare come l'etica, almeno in passato, sia stata uno dei motivi, se non il motivo principale, che ha portato gli ordinamenti, quello americano prima di ogni altro, a reprimere questo tipo di condotte. Ciò traspare anche dall'individuazione del bene che con tali disposizioni il sistema americano, prima, e tutti gli altri ordinamenti, poi, hanno inteso tutelare attraverso la repressione di tali condotte: l'integrità del mercato e la fiducia che in esso ripongono gli investitori, che attraverso gli abusi verrebbero minati.

Diverse sono le condotte rilevanti, sia nell'ambito della condotta di *insider trading*, dove si distingue la vera e propria condotta di trading, da quelle di *tipping* e *tayautage*, ove assume rilevanza la notizia di carattere riservato e preciso e non i semplici rumors, che in quanto tali mancherebbero del carattere preciso che si richiede a tale tipo di informazione, e la condotta di manipolazione del mercato, alla cui base sta la diffusione di notizie non veritiere, che si distinguono dalle operazioni simulate o dagli artifici eventualmente utilizzati per diffondere una certa informazione, che ai fini della condanna risultano essere comunque rilevanti. Si è anche sottolineato come, anche nel caso di manipolazione di mercato, la notizia falsa debba assumere la connotazione di un'informazione

privilegiata, anche se intesa in accezione differente: deve trattarsi di un'informazione *price sensitivity*, ossia in grado di determinare l'alterazione dei prezzi dei titoli cui si riferisce, che sono negoziati sul mercato dei capitali.

Chi si "macchia" dei reati in esame può essere sanzionato penalmente, se egli rientra tra i cosiddetti *insiders* primari, ovvero con sanzione amministrativa se egli rientra nell'altra categoria, quella dei soggetti che entrano in possesso della notizia o la diffondono non in virtù di una diretta relazione con l'emittente i titoli di cui trattasi (*insiders* secondari). Oltre alla sanzione, penale o amministrativa, questi soggetti sono chiamati anche a risarcire i danni cagionati attraverso la condotta posta in essere, ma oltre che nei confronti della stessa emittente o del soggetto direttamente danneggiato, se individuato, anche nei confronti della Consob, la quale, in virtù del nuovo dettato normativo (art. 187-undecies tuf) può costituirsi parte civile in un processo per abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato. Tutto ciò in quanto, non potendo individuare in un soggetto specifico il mercato, essa è legittimata, in quanto autorità di vigilanza dello stesso, a chiedere il risarcimento per ogni danno che l'integrità del mercato subisce. Il risarcimento, qualificato dalla più autorevole dottrina e dalla giurisprudenza come sanzione di carattere privato, è incassato dalla stessa Commissione e con esso si autofinanzia. Non si comprende la ragione per la quale la Consob sia identificata con il mercato, né il motivo per il quale non si costituisca un fondo destinato nel quale convogliare tali risarcimenti, per utilizzarli a finanziare il mercato stesso. Questo è argomento destinato a lungo a essere dibattuto, crea dissensi e differenti punti di vista.

Preme, comunque, ricordare che molto spesso non è semplice individuare le condotte descritte. La prova è assai

difficile, a meno che non si producano in giudizio prove schiaccianti: *intercettazioni* telefoniche, ambientali, strumenti utilizzati negli ultimi tempi dalla *SEC* per “smascherare” condotte illecite. Forse la più difficile delle prove riguarda proprio l’individuazione dell’informazione privilegiata, la cui definizione crea comunque incertezze: non sempre è, infatti, semplice distinguere tra una notizia vera e propria e semplici voci che ai fini della colpevolezza non rilevano. Inoltre, anche provata la condotta criminosa, risulta difficile *determinare* il danno, il più delle volte individuato sulla base del profitto raggiunto dal colpevole e calcolato, così, dal giudice secondo equità.

Ciò che adesso ci si propone è proseguire ad analizzare l’evoluzione dell’argomento, anche in vista della nuova MAD 2 e del nuovo Regolamento, che tende a rafforzare le sanzioni penali, secondo quanto già precisato nel corso del lavoro, come a voler sottolineare che il *carattere* immorale delle condotte oggetto della ricerca abbiano bisogno di più efficaci e severe sanzioni penali per scoraggiare tali fenomeni.

## Bibliografia

ALI – GREGORIOU, *Insider trading*. Global Developments and Analysis, CRC Press, 2009

BARTALENA, *Insider trading*, in Tratt. Soc. per az., diretto da Colombo – Portale, 10

BHATTACHARYA – NICODANO, *Insider trading, investment, and liquidity: A welfare analysis*, Journal of Finance, 2001

BURTON, *The Economic Basis of Damages for Breach of Contract*, 1, in Journal of legal studies, 1972

CARRIERO, *Il problema dell'insider trading*, in Il Foro Italiano, 1988, parte V

CARY-EISENBERG, *Cases and Materials on Corporation*, Ed. 7, Unabridged, 1995

CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione. Ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto – Scritti in onore di Mengoni*, Milano, 1995

CESARINI, *Aspetti economico aziendali dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario, L'“insider trading”*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992

CHENG – FIRTH – LEUNG – RUI, *The effects of insider trading on liquidity*, in *Pacific Basin Finance Journal*, 2006

CLARK, *Corporate Law*, 1986

CORNELL – SIRRI, *The reaction of investors and stock prices to insider trading*, *Journal of Finance*, 1992

DU – WAI, *Does insider trading raise market volatility?*, in *Economic Journal*, 2004

FANTETTI, *Responsabilità ex art. 2043 c.c. della Consob per mancata tutela del risparmio*, in *Resp. Civ.*, 2011, 6

FERRARESE, *Il diritto al presente: globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Bologna 2002

FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. Soc.*, 1991

FRENCH-MAYSON-RYAN, *Company Law*, 28th Edition, 2011-2012, Oxford University Press

FOFFANI, *Commento all'art. 185 TUF*, in Palazzo-Paliero (a cura di),  
Commentario breve alle leggi penali speciali, Padova, 2007

GIANNI, *Market Abuse: l'informazione privilegiata e il mercato*,  
Relazione al Convegno Synergia Formazione "Market Abuse", Milano,  
16 novembre 2009, [www.gop.it](http://www.gop.it)

GUIZZI, *Mercato finanziario*, in Enc. Dir., V, Milano, 2001

HAMILTON, *Cases and Materials on Corporations*, 7th Ed., 2001

HAMILTON & MACEY, *Cases and Materials on Corporations, including  
Partnerships and Limited Liability Companies*, 8th Ed., 2007

HUIZINGA, *Homo ludens: A Study of the Play Element in Culture*,  
Boston, 1950

LELAND, *Insider trading: Should it be prohibited?*, in Journal of  
political Economy, 1992

LUONGO-SCEUSA, in *Trattato dei nuovi danni*, diretto da Cendon, vol.I,  
CEDAM, 2011

MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, I

MACCARI, *Art. 2637 c.c.*, in AA.VV., *I nuovi illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, a cura di Giunta, Torino, 2002

MAGRO, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 2012

MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, New York, Free Press, 1966

MARCHETTI, *Profili civilistici dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, RABITTI BEDOGNI (a cura di), Giuffrè, 1992

MEULBROEK, *An empirical analysis of illegal insider trading*, *Journal of Finance*, 1992

MONTI – ONADO, *Il mercato monetario e finanziario*, Bologna, 1982

MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995

MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in *I nuovi reati societari* (a cura di Alessandri), Milano, 2002

MUCCIARELLI, *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida lettura della Cassazione*, in *Dir. Pen. e Processo*, 2011, 9

MUSCO, *I nuovi reati societari*, Giuffrè, 2007

MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, vol. IX, tomo I, Milano, 1994

NAPOLEONI, voce *Insider trading*, in *Digesto Pen.*, IV ed., Torino, 2008

O'KELLEY – THOMPSON, *Corporations and Other Business Association, Cases and Materials*, Aspen, 2006

ORSI, *Aggiotaggio: tutelata solo l'economia pubblica*, in *Guida dir.*, n. 16/2002

PALIERO, *Market abuse e legislazione penale: un connubio tormentato*, *Corr. Mer.*, 2005

PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, ora in *Diritto penale*, Milano, 2003, IV vol., 3

PETRULLI - RUBINO, *L'informazione privilegiata e gli abusi di mercato*, Matelica (MC), Halley Ed., 2007

PINTO, BRANSON, *Corporate Law*, LexisNexis, 2009

PRISCO, *Market abuse directive e ruolo della Consob: della manipolazione del mercato e della tutela dell'attività di vigilanza della Consob*, in *Corriere Giur.*, 2008, 4

RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY, *Market Abuse and Insider Dealing*, Tottel, 2008

RIDER - FFRENCH, *The regulation of Insider trading*, Oceania publications, Inc., DobbsFerry, New York, 1979

RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del MARKET ABUSE*, in *Società*, 2005, 7

SEMINARA, *L'aggio (art. 2637)*, in AA.VV., *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda-Seminara, Padova, 2002

SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA.VV.,  
Manuale di diritto penale dell'impresa, Bologna, 2000

SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*,  
Lezioni, CEDAM, 2008

SOLOMON-SCHWARTZ-BAUMAN-WEISS, *Corporations – Law and  
policy*, 1994

[europa.eu/index\\_it.htm](http://europa.eu/index_it.htm)