



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

SCIENZE GIURIDICHE

Il lavoro ha come tematica un'analisi delle asimmetrie informative scaturenti dal fenomeno di matrice statunitense dell'*insider trading* che si profila come abuso delle informazioni privilegiate in svariati ambiti. Focus sull'ottica dell'informazione come bene giuridico e sulla comparazione della disciplina in materia con il regime istituzionale e sanzionatorio statunitense, incardinato sulla prevenzione di asimmetrie informative prodotte tramite l'abuso di informazioni privilegiate. Si analizza come nell'informazione convivano due esigenze contrapposte, quali la possibilità di mettere la stessa in circolazione e la facoltà di disporre e di goderne in via esclusiva, con scaturenti difficoltà circa la configurazione di un diritto esclusivo di godimento e di profilazione dell'*insider*.

**Paola D'Elia**, laureata in Relazioni Internazionali presso l'Università degli Studi di Salerno, dottore e assegnista di ricerca, è autrice e coautrice di pubblicazioni nell'ambito del Diritto Privato e del Diritto Privato Comparato. Dal 2016 collabora con le cattedre di Istituzioni di Diritto Privato e di Diritto Privato dell'Informazione e della Comunicazione presso le facoltà di Scienze Politiche e di Scienze della Comunicazione dell'ateneo salernitano.

Paola D'Elia

## Asimmetria informativa ed *insider trading*: profili civilistici in *civil law* e *common law*

Paola D'Elia  
Asimmetria informativa ed *insider trading*:  
profili civilistici in *civil law* e *common law*

RUBETTINO

ISBN 978-88-498-6595-0



9 788849 865950

€ 15,00

RUBETTINO



Collana Scientifica dell'Università di Salerno  
*Scienze Giuridiche*

Paola D'Elia

Asimmetria informativa ed *insider trading*:  
profili civilistici in *civil law* e *common law*

**RUBETTINO**

© 2021 - Rubbettino Editore  
88049 Soveria Mannelli - Viale Rosario Rubbettino, 10 - tel (0968) 6664201  
[www.rubbettino.it](http://www.rubbettino.it)

## Prefazione

Il presente libro si sostanzia nell'analisi delle asimmetrie informative derivanti dal fenomeno dell'*insider trading*, che si configura come abuso delle informazioni privilegiate in svariati ambiti. A tal fine, il lavoro parte da un'ottica dell'informazione come bene giuridico e, in quanto tale, delle sue caratteristiche per cui rilevi per il diritto e rappresenti un interesse dell'utente e un bene cui è sottesa una tutela da parte del nostro ordinamento. È stata necessaria una comparazione della disciplina in materia con la dottrina e la giurisprudenza di *common law*, nello specifico con il regime istituzionale e sanzionatorio statunitense, essendo gli Usa i primi a legiferare circa l'*insider trading* quale pratica di *market abuse* da prevenire e sanzionare.

Cardine della disciplina statunitense, che influenzerà tutte le normative internazionali in merito, è la prevenzione di asimmetrie informative prodotte tramite l'abuso di informazioni privilegiate, ossia rilevanti e non pubbliche. È emerso come nell'informazione convivano due esigenze contrapposte quali la possibilità di mettere la stessa in circolazione e il potere di disporre e di goderne in via esclusiva, con scaturenti difficoltà circa la configurazione di un diritto esclusivo di godimento (nonché forme di relativa tutela) in capo a determinati soggetti. La ricerca si è poi mossa verso una profilazione dell'*insider*, accostando il concetto finanziario (secondo cui l'*insider* è l'individuo che sfrutta l'informazione privilegiata in suo possesso per trarne un profitto economico) alla declinazione più attuale e comune di *insider* quale *cookie*, come gettone identificativo che archivia e recupera informazioni sul lato client per il lato server. Emerge come vi sia una molteplicità di condotte illecite dell'informazione privilegiata, il cui tratto comune resta un effetto di asimmetria informativa diversamente sfruttato a seconda dell'illecito che viene a configurarsi. Proprio questa eterogeneità del fenomeno ha determinato un approccio quanto mai

flessibile della disciplina in materia di *insider trading* da parte del legislatore statunitense.

La dottrina d'oltre oceano è il riferimento di ogni ordinamento in merito a tale fattispecie di reato; per cui è necessaria una comparazione tra l'ordinamento degli Usa e quello italiano, evidenziando influenze, tratti comuni e differenze tra l'azione civile della SEC statunitense e la Consob italiana come parte civile.

Lo studio di vari casi ha rilevato differenze applicative e punti comuni nelle risposte sanzionatorie e nell'individuazione degli interessi pregiudicati, con una normativa in merito in costante sviluppo nel nostro Paese per il ruolo crescente dell'Autorità nazionale anticorruzione (Anac). Dato fondamentale è l'individuazione preventiva di obblighi informativi imposti agli utenti e agli operatori di mercato quale risposta concreta al fenomeno e indirizzo per il legislatore a garantire parità di accesso all'informazione, evitando disaffezione e sfiducia negli utenti, tenendo conto di quelle che sono le future sfide e i futuri ambiti in cui può figurare l'insider.

L'*insider trading* è indicato in Italia con l'espressione «abuso di informazioni privilegiate», esso rappresenta, insieme alla manipolazione del mercato, una delle principali pratiche di *market abuse* e consiste in operazioni di acquisto o di vendita di strumenti finanziari realizzate da soggetti, detti insider, i quali si trovano in possesso, a causa della loro qualità o attività, di informazioni privilegiate, informazioni cioè rilevanti e non pubbliche in grado di influire, una volta divulgate, sul valore dei titoli oggetto delle negoziazioni stesse. L'abuso dell'insider può anche realizzarsi attraverso la comunicazione di tali informazioni a un terzo soggetto, detto tippee, che se ne avvantaggia nella propria attività di investimento.

Ogni definizione dell'*insider trading* risulta inevitabilmente minima, considerata la molteplicità delle possibili condotte illecite di sfruttamento dell'informazione privilegiata. Proprio questa necessaria elasticità nell'approccio al fenomeno ha condizionato, probabilmente, il legislatore americano nell'astenersi dal dare una definizione legislativa dell'*insider trading*, scelta ripetuta nei vari provvedimenti adottati in materia nel corso degli anni e coerente con una disciplina della materia caratterizzata da ampia flessibilità. I risultati di tale tecnica normativa, se da un lato evitano formalistiche elusioni dei divieti imposti, dall'altro pongono delicate questioni interpretative, decisive per la concreta efficacia delle soluzioni offerte. Infatti, il significato attribuito a termini quali insider, informazioni privilegiate o strumenti finanziari, ad esempio, può notevolmente influire sull'ambito operativo delle norme che regolano l'istituto. L'incertezza che ne consegue in fase applicativa si ripercuote, oltre che sull'ampiezza della risposta sanzionatoria repressiva propria della fattispecie penale, anche sull'in-

dividuaione degli interessi pregiudicati dalle negoziazioni dell'insider e sulla portata della loro tutela, elementi determinanti per valutare la capacità della disciplina anti-insider, quale effetto di disincentivazione all'investimento che è conseguenza della sfiducia degli investitori provocata da pratiche distorsive dei meccanismi di mercato.

L'*insider trading*, infatti, realizzandosi attraverso lo sfruttamento di un immeritato vantaggio informativo, altera il processo di formazione dei prezzi dei titoli coinvolti e produce, oltre a danni diretti e immediati per le società e gli investitori, una disaffezione e in definitiva un allontanamento a lungo termine di quegli operatori che costringe a negoziare in situazione di menomazione informativa. Il tutto si traduce in scarsità del capitale di investimento e in conseguente aumento del suo costo. L'emersione del fenomeno è intrinsecamente connessa allo sviluppo dei mercati finanziari e all'evoluzione della grande società per azioni come forma di esercizio dell'impresa; non stupisce quindi che il primo ordinamento ad affrontare la problematica sia quello americano. Negli Stati Uniti, già negli anni venti, si avverte a livello dottrinario la necessità di apprestare una tutela degli investitori attraverso una disciplina della trasparenza che accresca la fiducia nel mercato<sup>1</sup>, vista la scarsa adattabilità dei classici strumenti del diritto anglosassone alle concrete fattispecie proposte dalla nuova realtà del mercato azionario.

Il vuoto di tutela, dovuto all'inadeguatezza dei principi di *common law* nell'individuare obblighi informativi nelle negoziazioni borsistiche, fu colmato da un intervento del legislatore, che si rese indispensabile per superare la dilagante sfiducia degli investitori americani seguita al Big Crash del 1929. Nel quadro del New Deal promosso dal presidente Roosevelt furono infatti emanati il *Securities Act* del 1933 e il *Securities Exchange Act* del 1934 per dare risposta a un mercato finanziario profondamente scosso dalla drammatica crisi di Wall Street, dovuta in gran parte alla "febbre speculativa" di cui avevano sofferto gli investitori americani negli anni precedenti. Tali provvedimenti tuttavia, per quanto fortemente ispirati da quell'attenta dottrina che già da tempo ne invocava l'adozione<sup>2</sup>, non solo non offrirono una nozione legislativa di *insider trading*, carenza, come vedremo, comune e più o meno consapevole di tutti gli interventi del Congresso che si sono succeduti in materia, ma allo stesso tempo non fornirono adeguati strumenti di repressione per questo specifico illecito,

---

<sup>1</sup> Berle, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in «Mich.Law.Rev», vol. 25, 1927, pp. 827 e ss.

<sup>2</sup> Berle-Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, tr. it. Società per azioni e proprietà privata, Torino 1966.

risultando le proprie norme troppo rigide e severe o non immediatamente applicabili. Solo una norma regolamentare emanata nel 1942 dalla Securities and Exchange Commission, l'organo di vigilanza del mercato americano, permise l'effettiva inibizione di comportamenti scorretti degli insider nell'utilizzo di informazioni riservate. Ci si riferisce alla *rule 10(b)-5* che rappresenta ancora oggi la norma cardine nella disciplina dell'*insider trading*. Caratterizzata da grande indeterminatezza e flessibilità, essa si è prestata a regolare situazioni concrete assai differenti tra loro, permettendone la sintesi nella *disclose or abstain rule*, regola di origine giurisprudenziale<sup>3</sup> che con una semplice formula descrive l'alternativa di condotta da seguire per l'insider che si trovi in possesso di informazioni privilegiate.

La tendenza della SEC e delle Corti federali a espandere il raggio d'azione della *rule 10(b)-5* verso un contrasto sempre più ampio dell'*insider trading* e una tutela effettiva del mercato e degli investitori si scontra però, agli inizi degli anni Ottanta, con una rigida applicazione dei principi di *common law* alla normativa sugli abusi di mercato da parte della Corte Suprema che formula la cosiddetta teoria fiduciaria. Consacrata nella celebre sentenza sul caso Chiarella, tale teoria restringe notevolmente la portata punitiva della *rule 10(b)-5* riducendo l'ambito soggettivo sia passivo che attivo del dovere di *disclose or abstain*.

Le ripercussioni che la nuova linea tracciata dalla Corte comporta su diversi profili dell'istituto, in particolar modo sulla responsabilità civile da *insider trading*, innescano una reazione su più fronti da parte della dottrina, delle Corti inferiori e della stessa SEC, tutte animate dall'intento di arginare quella che appare come una sostanziale liberalizzazione del fenomeno.

La risposta alla teoria fiduciaria si sostanzia nella *misappropriation theory* la quale, impostata dalla SEC e avvallata da un autorevole filone giurisprudenziale, viene positivizzata dal legislatore con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988. L'intervento del Congresso segue l'inasprimento delle sanzioni attuato con l'*Insider Trading Sanction Act* del 1984, primo provvedimento legislativo esplicitamente finalizzato alla repressione dell'*insider trading*, ed estende la legittimazione ad agire a favore di tutti coloro che, contemporaneamente alle negoziazioni dell'insider, trattano i titoli interessati in posizione contrattuale opposta a egli. La netta presa di posizione del legislatore sull'argomento, a favore di un'estensione massima della tutela apprestata, è nuovamente imposta dalle contingenze economico-sociali del momento storico, caratterizzato da grandi manovre speculative e dall'emersione di nuove istanze di intervento provenienti non solo dalla dottrina e dalle istituzioni preposte

---

<sup>3</sup> S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968).

al mercato, ma anche e soprattutto dall'opinione pubblica, preoccupata dalla massiccia cronaca giudiziaria in tema di *insider trading* di quegli anni. La *common law* si dimostra quindi in affanno nel contrastare le sempre più insidiose forme di frode che emergono dalla continua evoluzione dei mercati finanziari, risultando ancora una volta decisiva, dopo gli anni '30, l'attività legislativa per scongiurare la perdita di fiducia nel mercato da parte degli investitori. La storia dell'istituto brevemente ripercorsa costituisce un interessante esempio, per qualcuno addirittura "drammatico"<sup>4</sup>, della capacità del sistema americano di rinnovarsi attraverso tutte le proprie componenti, per superare le nuove sfide che l'evoluzione sociale, e in particolar modo economica, del Paese propone.

L'esperienza giuridica italiana in materia è invece molto più recente ed è segnata dal ruolo propulsivo della disciplina comunitaria verso una repressione del fenomeno finalizzata ad «assicurare l'integrità dei mercati finanziari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi»<sup>5</sup>. Il primo provvedimento adottato, la legge 17 maggio 1991, n. 157, risulta infatti attuativo della Direttiva 89/592/CEE. Medesime considerazioni valgono per la disciplina attualmente in vigore, frutto di un processo evolutivo della materia che, passando attraverso il riordino operato con il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, ha per ora trovato il suo punto d'arrivo nelle modifiche apportate allo stesso TUF dalla legge 18 aprile 2005, n. 62. L'adozione di tale legge, detta appunto legge comunitaria 2004, è infatti il risultato della recezione nel nostro ordinamento della Direttiva 2003/6/CE sul *market abuse*.

Sulla scorta delle scelte operate a livello comunitario, il nostro legislatore contrasta l'*insider trading* sia attraverso l'individuazione, in funzione preventiva, di obblighi informativi imposti agli emittenti di strumenti finanziari e ad altri soggetti coinvolti nella vita di tali società, e sia con la previsione di sanzioni penali e amministrative finalizzate alla repressione delle pratiche di *market abuse*.

Lo sviluppo di tale corpo normativo risentirà sempre, però, dell'assenza di specifiche disposizioni riguardo alla responsabilità civile dell'*insider* nei confronti degli investitori danneggiati dalla sua attività. Appare evidente quindi l'occasione persa dalla regolamentazione dell'*insider trading* in Europa e in Italia nel non aver apprestato una specifica tutela di tali interessi privati, nonostante l'insegnamento offerto dall'esperienza nord americana circa la difficile riconducibilità delle dinamiche fattuali dell'*insider trading* nei tradizionali canoni della responsabilità aquiliana. Difficoltà che, già emerse nei sistemi di *common law* e lì risolte, come visto, solamente da una precisa indicazione legislativa,

---

<sup>4</sup> Loss, *Supplement of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1986, p. 144.

<sup>5</sup> Direttiva 2003/6/CE, Considerando n. 12.

si sono ripresentate nei sistemi di *civil law* come il nostro, eventualità questa già lucidamente preannunciata dalla miglior dottrina che per prima si era interessata allo studio del fenomeno negli Stati Uniti prospettando, in chiave comparatistica, le problematiche che il regolatore italiano avrebbe incontrato nella propria attività<sup>6</sup>.

L'attenzione del legislatore si è focalizzata invece sul coordinamento della normativa anti-insider con le esigenze di determinatezza avvertite in ambito penale sin dai primi approcci alla materia<sup>7</sup>. La normativa in questione richiede infatti un alto grado di elasticità per poter contrastare efficacemente le diverse possibili forme di abuso dell'informazione societaria e per evitare di prestare il fianco a facili elusioni che una disciplina troppo rigida e specifica favorirebbe. Tale requisito di flessibilità si scontra però chiaramente con i principi generali del diritto penale, che hanno imposto un'evoluzione normativa caratterizzata da una crescente ricerca di determinatezza condotta attraverso l'individuazione di nozioni esplicative dei concetti di base dell'*insider trading*. Ci si riferisce ad esempio all'esplicitazione, contenuta attualmente nell'art. 181 del TUF, del significato da attribuire all'espressione "informazione privilegiata". La disposizione chiarisce i caratteri in presenza dei quali un'informazione debba considerarsi privilegiata e debba essere, pertanto, gestita secondo i dettami della disciplina sugli abusi di mercato. Le caratteristiche così individuate sono ulteriormente specificate in formule che tuttavia, rimanendo ispirate a un linguaggio d'origine anglosassone e quindi a una tradizione giuridica imperniata su clausole generali, non superano appieno le problematiche di determinatezza che sono chiamate a risolvere. Il quadro sanzionatorio repressivo dell'*insider trading* è ulteriormente complicato dalla scelta di prevedere un diverso regime per le ipotesi di insider primario e secondario, sottoponendo gli autori di queste ultime a sola sanzione amministrativa. Spicca inoltre, nella disciplina sul *market abuse*, il riconoscimento in capo alla Consob della legittimazione a costituirsi parte civile nel processo penale per abuso di informazione privilegiata al fine di ottenere il risarcimento dei danni arrecati all'integrità del mercato. La norma contenuta nel secondo comma dell'art. 187undecies del TUF, oltre a dividere dottrina e

---

<sup>6</sup> Corapi, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in «Riv. D. Comm.», 1968, p. 288; Id., *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*, 1982, p. 693.

<sup>7</sup> Si veda per tutti, Carmona, *Al capolinea l'insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate: a proposito dell'idoneità a influenzare "sensibilmente" il prezzo*, in «Riv. Pen.», 2003, p. 825.

giurisprudenza<sup>8</sup> circa la natura sanzionatoria piuttosto che propriamente risarcitoria del rimedio introdotto, mette in luce, per la sua evidente ispirazione al modello statunitense, la mancanza di una simile previsione in favore degli investitori danneggiati dall'attività dell'insider, nonostante l'esempio offerto anche in tal senso dalla regolamentazione d'oltreoceano.

Il vuoto di tutela, creato da tale lacuna normativa e accentuato da problemi di ordine processuale come, in particolare, l'assenza di un efficace sistema di class action paragonabile al caratteristico strumento di *common law*, difficilmente può essere colmato ricorrendo ai classici strumenti della responsabilità extracontrattuale. Come emerge infatti dalla rara e incerta giurisprudenza sul tema, le questioni della causalità e della misura del danno, che già avevano occupato i giuristi americani, si propongono in maniera altrettanto incisiva nel nostro sistema, compromettendo in definitiva il soddisfacimento degli interessi privati pregiudicati dall'*insider trading*. Il punto risulta nodale e rischia di compromettere l'efficacia del sistema di repressione dell'*insider trading* nel suo complesso, ci si attende quindi una svolta da parte del legislatore europeo, e consequenzialmente di quello italiano, verso una disciplina specifica della responsabilità civile di chi negozia sfruttando informazioni privilegiate; svolta che potrebbe già compiersi in occasione di una prossima modifica della Direttiva sui *market abuse* attualmente allo studio delle istituzioni europee.

Oggi si è comunque concordi nel rilevare la dannosità del fenomeno, dovendosi considerare del tutto superato il dibattito dottrinario che ha visto tesi propense a una deregulation della materia opporsi alla politica repressiva dell'*insider trading*, ispirata come visto da risalente dottrina e seguita in tempi e modi diversi dai principali ordinamenti.

Il confronto viene acceso sulla fine degli anni Sessanta dalle teorie elaborate dal prof. Manne<sup>9</sup>, teorie frutto di osservazioni condotte secondo il metodo di analisi economica del diritto e in controtendenza rispetto alla generalizzata condanna del fenomeno. Lo studio di Manne mette in luce gli aspetti positivi della pratica di *insider trading* esaltandone le funzioni di incentivo all'attività "imprenditrice" del management e di strumento di arbitraggio nella formazione dei prezzi sul mercato, e propone quindi una regolamentazione che sia di stimolo all'*insider trading* quale strumento per accrescere l'efficacia del mercato azionario e del sistema economico nel suo complesso.

---

<sup>8</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Lezioni, Padova 2008.

<sup>9</sup> Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966.

La difesa, a tratti pretestuosa, dell'*insider trading* viene però confutata, nella stessa ottica di analisi economica, da un massiccio filone di studiosi<sup>10</sup>, i quali, rispondendo punto su punto alle affermazioni di Manne, sottolineano come un'eventuale liberalizzazione in materia significherebbe premiare non un'efficiente gestione della società, ma la semplice condizione di possessori dell'informazione privilegiata. Questo perché il profitto da *insider trading* può realizzarsi anche con andamenti negativi dei titoli della società, e risultare quindi un fattore di accelerazione della crisi dell'impresa. Altri argomenti di carattere economico ne consigliano inoltre la repressione, come la maggior efficacia di diversi strumenti, le stock option ad esempio, nell'incentivare una proficua amministrazione dell'impresa, o il rischio dovuto alla possibilità per i manager di sfruttare l'asserita funzione di arbitraggio per distorcere l'andamento dei titoli attraverso l'occultamento o la distorsione delle informazioni societarie. Ma, di tutte le considerazioni favorevoli a una regolamentazione dell'*insider trading*, la più convincente sembra essere quella che pone in luce i costi di un'eventuale liberalizzazione, in termini di incremento del rischio per gli investitori e di consequenziale aumento del costo del capitale, e sappiamo che proprio tale "effetto fuga" rappresenta la conseguenza degli abusi di mercato maggiormente temuta.

La diatriba si è dunque risolta in favore di una regolamentazione repressiva dell'*insider trading*, come si evince dal percorso normativo sopra riportato. Il risultato dell'analisi economica del diritto è comunque notevole e consiste nell'aver evitato una cieca repressione del fenomeno che, ispirata da sole considerazioni di carattere etico, avrebbe rischiato di perdere di vista il risultato perseguito. Scopo primario di una disciplina dell'*insider trading* è infatti, come detto, quello di evitare o correggere le inefficienze che esso produce, compito che può essere assolto solo attraverso un'esatta individuazione degli interessi pregiudicati da tale pratica. Ecco perché si riconosce all'analisi del Manne: «Il pregio di porre in guardia da indiscriminate ricerche di colpevolezza tali da generare paralisi soprattutto tra gli operatori professionali del mercato e, paradossalmente, quell'inefficienza che un'oculata "politica" dell'*insider trading* è chiamata a scongiurare»<sup>11</sup>.

Proprio in virtù dei riscontri ottenuti dall'analisi economica, si è soliti suddividere<sup>12</sup> i danni provocati da operazioni di *insider trading* in danni al mercato,

---

<sup>10</sup> Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986; Easterbrook Fishel, *Operazioni su titoli in base ad informazioni interne*, tr. it. a cura di P. Carbone, in «Foro It.», V, 1991, p. 217.

<sup>11</sup> Carcano, *L'insider trading e gli analisti finanziari in una sentenza statunitense*, in «Riv. Soc.», 1985, p. 724.

<sup>12</sup> Carbone, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aggiornamento, vol. II, Milano 1998, p. 417; Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986.

danni alla società e danni agli investitori. Ognuna di queste categorie presenta profili specifici riguardo alla natura dell'interesse tutelato, la titolarità di tale interesse e la legittimità ad agire per la sua tutela, profili diversi che rendono necessari altrettanti specifici rimedi. Sarà quindi l'efficacia dei mezzi predisposti dall'ordinamento, per garantire il soddisfacimento dei diversi soggetti danneggiati, a determinare il successo della regolamentazione anti-insider. Non risulta più sufficiente, infatti, perseguire le pratiche scorrette del management esclusivamente sul piano amministrativo-penalistico. Per attrarre i capitali dei risparmiatori nei mercati finanziari, o quanto meno per non farli fuggire, è oggi indispensabile tenere al riparo tali soggetti dalle ripercussioni economiche degli abusi di mercato, ciò può realizzarsi solo attraverso un'efficace disciplina della responsabilità civile derivante da questi illeciti.



# 1.

## L'asimmetria dell'informazione

### 1. L'asimmetria dell'informazione: cenni introduttivi

La letteratura neoclassica una volta utilizzava i presupposti di un'informazione perfetta e di agenti economici che agiscono razionalmente. Nella scuola di pensiero neoclassica, tutti coloro che erano coinvolti in una transazione o in una potenziale transazione avevano una perfetta comprensione di input, eventi, risultati e alternative. Gli economisti sapevano che questo non era vero, ma molti immaginavano che l'universo dell'informazione perfetta funzionasse quasi come un universo senza informazioni perfette. Questo si è dimostrato non vero. Il modello neoclassico è cambiato e nuova letteratura è stata messa insieme per dimostrare questa nuova comprensione.

Gli studiosi hanno a lungo teorizzato cosa fare in presenza di informazioni imperfette. Le fondamenta delle prime ipotesi neoclassiche dipingevano l'informazione come perfetta. Questo pensiero è stato utilizzato nei vari modelli e scenari che questi economisti avrebbero utilizzato per mostrare una rappresentazione strutturata del mondo reale.

L'informazione perfetta è una situazione in cui ogni agente economico che agisce comprende appieno le ramificazioni delle sue azioni. Questo può avvenire durante una qualche forma di transazione, sia con il denaro che con il baratto. L'attore economico comprende le informazioni sull'oggetto acquistato o barattato. Entrambi gli attori comprendono pienamente tutti gli attributi associati all'oggetto. Questo alla fine porterà a un prezzo di mercato di equilibrio. Se qualcosa interferisce con questo processo, è presente un fallimento del mercato.

L'asimmetria informativa è la differenza tra ciò che il venditore sa e ciò che l'acquirente sa. Nella teoria dei contratti, l'asimmetria dell'informazione si occupa dello studio delle decisioni nelle transazioni in cui una parte ha più o migliore

informazione dell'altra. Questo ha il potenziale di creare uno squilibrio di potere, con il risultato che la transazione causa un fallimento del mercato. Esempi di fallimento sono la selezione avversa, il rischio morale e il monopolio dell'informazione.

Il celeberrimo teorema del benessere afferma che in un ambiente competitivo senza esternalità, i prezzi si adeguano in modo che l'allocazione delle risorse sia ottimale a Pareto. Affinché l'ambiente sia competitivo, le caratteristiche dei prodotti devono essere ugualmente rispettate da tutti gli agenti. Quando l'informazione è asimmetrica e queste ipotesi falliscono, i prezzi diventano distorti e le allocazioni non sono ottimali a Pareto.

L'asimmetria informativa è legata al concetto di transazione. L'oggetto della transazione, che si tratti di denaro o di un baratto, è più noto al venditore. Molto probabilmente, il venditore ha tenuto l'oggetto per un certo periodo di tempo prima di decidere di vendere, o come minimo ha avuto più di un'opportunità per imparare gli attributi. Questo oggetto può essere qualsiasi cosa di valore: un'auto, una figurina di baseball, una casa o un dispositivo elettronico. Il venditore ha il vantaggio di sapere più di quanto il compratore sappia. Qui è dove il mercante può modificare il prezzo concordato per la transazione. Se questo viene ripartito sul mercato per il particolare oggetto, si stabilisce un prezzo di equilibrio e gli acquirenti possono aspettarsi di pagare all'interno di questa fascia per una qualità simile.

L'asimmetria informativa può essere dannosa per il mercato che si forma da questi raggruppamenti di transazioni. Se l'asimmetria dell'informazione è abbastanza prevalente, diventa un fallimento del mercato. Per questo motivo, sono state create molte professioni per aiutare a comprendere e ridurre la presenza di asimmetrie informative. Quando si acquista una casa, il potenziale acquirente deve effettuare un'ispezione e viene effettuata una qualche forma di valutazione. Questo aiuta l'acquirente a capire cosa deve essere migliorato nella casa, ma non fornisce un quadro completo. Solo il proprietario di casa comprende appieno le caratteristiche della casa.

Gli economisti si sono resi conto che l'impatto dell'informazione imperfetta e, in particolare, dell'asimmetria dell'informazione, è degno di un'ampia ricerca e letteratura. A partire dagli anni '70, è stata presentata una letteratura che mostrava dove si può trovare questo fallimento del mercato e quale impatto può avere.

## 2. L'asimmetria informativa nel pensiero comune

George Akerlof è stato l'economista che ha portato l'idea delle asimmetrie informative nel pensiero comune. In realtà, questo concetto è stato discusso per

secoli. L'assunzione di un'informazione perfetta, che gli economisti neoclassici usavano giurare, rifiuta qualsiasi idea di informazione asimmetrica. Affinché i modelli originali funzionassero, gli agenti economici avevano un'informazione perfetta dei possibili risultati di ogni singola transazione. Tuttavia, le persone sapevano quanto questo fosse quasi impossibile da ottenere, a prescindere da quanto il mercato discusso sembrasse essere efficiente. Quindi, era fondamentale iniziare ad analizzare le situazioni in cui l'informazione non era perfetta. Per citare Akerlof: «Ci sono molti mercati in cui gli acquirenti utilizzano alcune statistiche di mercato per giudicare la qualità dei potenziali acquisti. In questo caso c'è un incentivo per i venditori a commercializzare merce di scarsa qualità, poiché i rendimenti per la buona qualità maturano principalmente per l'intero gruppo la cui statistica è influenzata più che per il singolo venditore. Di conseguenza si tende a ridurre la qualità media della merce e anche la dimensione del mercato»<sup>1</sup>.

Akerlof discute il mercato delle auto usate per dimostrare che la scarsa qualità scaccia la buona qualità in un mercato. Questa forza trainante è stata alimentata dalla disconnessione tra chi prende in prestito e chi concede il prestito e dal rapporto tra qualità e incertezza.

Il mercato dell'auto usata fornisce il contesto per evidenziare la vera differenza di informazioni. Quando l'auto è nuova, il concessionario e il potenziale cliente capiscono quasi la stessa quantità di dati sull'auto. Il chilometraggio sarà relativamente basso e non sono stati ancora eseguiti lavori di manutenzione sull'auto. La quantità di asimmetria delle informazioni qui è bassa, e con l'invecchiamento del veicolo, questa asimmetria crescerà a favore del proprietario dell'auto. C'è una relazione positiva tra la vita del veicolo (invecchiamento) e la conoscenza che il proprietario ha (registri di manutenzione, caratteristiche generali). Quando sarà il momento di vendere l'auto usata, l'attuale proprietario avrà un chiaro vantaggio.

È qui che Akerlof costruisce la sua idea, vincitrice del Nobel, dei "limoni" (cioè dei "bidoni") che scacciano le auto di buona qualità, e conclude che il credito scadente scaccia il credito di qualità. Questo può essere derivato dalla teoria dell'utilità. Ci sarà un equilibrio nel mercato delle auto usate, che è costituito dal prezzo e dalla qualità media dei veicoli usati. Man mano che il prezzo scende, ci si aspetterebbe che diminuisca anche la qualità dei veicoli. Akerlof dimostra, utilizzando la teoria dell'utilità e due commercianti che sono massimizzatori Von Neumann-Morgenstern, che è possibile che il prezzo scenda

---

<sup>1</sup> Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 84, n. 3, 1970, pp. 488-500.

continuamente, abbassando la qualità, fino a quando non ci saranno veicoli in commercio nel mercato delle auto usate.

Questo concetto delle auto di scarsa qualità che spingono fuori le auto di buona qualità, al punto che non esista più alcun mercato, crea un potenziale di fallimento del mercato. La possibilità che questo accada in una vera economia di mercato mondiale è minima. Ci sarebbero profondi impatti su altri mercati che sono stati costruiti intorno alle automobili, comprese le agenzie di assicurazione, le officine di riparazione e le concessionarie di auto nuove. Questo rapporto di scarsa qualità che scaccia la buona qualità solleva ulteriori interrogativi. La disonestà può comportare un costo aggiuntivo. Possiamo pensare a questo come a una delle radici dell'asimmetria dell'informazione. Quando qualcuno va a comprare un'auto usata, il venditore può dire tutto al potenziale acquirente, anche mentire sulla storia dell'auto. Forse ha avuto molti problemi di cui il proprietario non si è preso cura in modo adeguato, ma sta comunicando all'acquirente che è stato fatto.

### 3. L'asimmetria informativa e gli incentivi

Stiglitz notò il vero effetto delle informazioni imperfette all'inizio della sua carriera e iniziò a studiare l'argomento a metà degli anni Sessanta. Si recò nelle economie in via di sviluppo per altri programmi di ricerca, ma si rese conto di quello che stava succedendo. Stiglitz notò che gli allora attuali modelli neoclassici che dominavano il paradigma nel ventesimo secolo non reggevano in presenza di informazioni imperfette, e che mancavano ancora di più nei Paesi sottosviluppati che stava visitando, come il Kenya<sup>2</sup>.

Il lavoro di Stiglitz sull'asimmetria dell'informazione ha riguardato una serie di argomenti, quali i salari e gli incentivi. Un aspirante dipendente conosce le sue capacità e deve comunicarlo al nuovo datore di lavoro. Il dipendente può farlo attraverso la segnalazione. Per ridurre l'asimmetria informativa, il datore di lavoro può richiedere referenze di lavori precedenti. Stiglitz sottolinea che se venisse pagato un salario più elevato, sarebbe vantaggioso per tutte le imprese aumentare i loro salari. Se il dipendente venisse licenziato per qualsiasi motivo, durante la piena occupazione, non avrebbe problemi a trovare un altro lavoro altrove. In questa situazione, il datore di lavoro non otterrebbe alcun guadagno positivo, e nemmeno il dipendente.

---

<sup>2</sup> Stiglitz, *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, in «The American Economic Review», vol. 92, n. 3, 2002, pp. 460-501.

In definitiva, l'asimmetria dell'informazione è l'idea che persone diverse fanno cose diverse. I lavoratori fanno di più sulle loro capacità, le persone che acquistano un'assicurazione fanno di più sulla loro salute o sulle loro abitudini di guida, il proprietario di un'auto sa di più del potenziale acquirente in un mercato di auto usate. A seconda della propria intuizione e di come si vede il panorama economico, questo è il principio fondamentale dell'informazione imperfetta. È incredibilmente costoso e dispendioso in termini di tempo cercare di informare in modo completo qualcuno in un settore su ciò che sta accadendo, su quanto sia sana ogni singola azienda e così via. Ogni azienda dovrebbe preoccuparsi degli altri mercati, poiché i cambiamenti nella stabilità dei mercati complementari avranno un certo effetto sul mercato in discussione.

Ciò che è complicato è l'idea che le informazioni non siano ottenibili, ma che alcuni dirigenti dello studio potrebbero non volere affatto che le informazioni vengano divulgate. Che ne è di quelli che sono abbastanza credibili, ma non possono rivelare queste informazioni per qualsiasi motivo a un'agenzia di assicurazioni o a un potenziale datore di lavoro? Questo si riduce alla struttura teorica del mercato che decide tra la scelta di una concorrenza imperfetta o di informazioni imperfette.

Stiglitz fornisce inoltre alcuni meccanismi che tentano di eliminare o ridurre l'asimmetria dell'informazione. Non è sicuro presumere che ognuno comprenda appieno le proprie capacità o che sia in grado di rivelare sé stesso. Ci può essere una situazione in cui sarebbe utile nascondere alcune informazioni. Stiglitz suggerisce che il metodo più semplice per farlo sia una qualche forma di test o esame. Il più abile si rivelerebbe spesso a spese dei meno abili<sup>3</sup>. Se stabiliamo che un individuo in particolare merita un salario più alto, in sostanza diciamo che un'altra persona che gli sta accanto merita un salario più basso; da qui il motivo per cui l'aumento del salario è a spese degli altri.

Le aziende possono scegliere di provare ad acquistare informazioni per aiutarsi a determinare la solvibilità di un potenziale mutuatario o imprenditore. L'azienda può scegliere di passare dal razionamento del credito al controllo del credito. Il razionamento è una situazione in cui il prestatore limita l'offerta di credito, anche quando i mutuatari sono disposti a pagare il premio di rischio più elevato. Lo screening è l'atto di rivedere le qualità e la storia del richiedente. Questo, idealmente, porterà a maggiori profitti, dato che il mutuante è ora coinvolto con un numero maggiore di mutuatari che sono stati ritenuti meritevoli di credito attraverso il processo di screening. In entrambe le direzioni, ci

---

<sup>3</sup> Stiglitz, *Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDCs: The Labor Turnover Model*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 88, n. 2, 1974, pp. 194-228.

sarà un attrito tra i mutuatari e i finanziatori. L'attrito avrà un effetto negativo sull'accumulo di capitale.

#### 4. L'asimmetria informativa e il rischio di credito

Bose e Cothren dimostrano che, una volta superata la soglia e che l'azienda passa dal razionamento allo screening, che si realizza raggiungendo una certa percentuale di crescita economica, i prestiti possono essere originati per eliminare le asimmetrie informative tra i mutuatari e i finanziatori<sup>4</sup>. Il risultato è un mercato finanziario in crescita, con fondi finanziabili in prestito che fluiscono attraverso il mercato e che, in ultima analisi, portano alla produttività. Questo spinge l'economia verso un percorso di accumulazione di capitale. Iniziano il loro studio utilizzando un modello di crescita neoclassico in cui il mutuatario conosce il suo tipo di rischio, ma il prestatore non lo sa. Il prestatore segmenta questi mutuatari in due tipi, che sono designati dall'atto di razionamento del credito o dai metodi di screening per la concessione del credito. Essi dimostrano che nei mercati in via di sviluppo, le imprese favorite hanno un ampio accesso ai mercati del credito, mentre altre (quelle che desiderano entrare nel mercato) devono fare affidamento su fondi generati internamente o superare lo screening.

Attraverso il modello sviluppato da Bose e Cothren, il contratto di screening produrrà un percorso di accumulazione di capitale più elevato e un livello più elevato di capitale allo stato stazionario per impresa. Questo è in netto contrasto con le aziende che prendono la strada del credit-rationing. Il ragionamento è che lo screening elimina le asimmetrie informative che possono esistere e, in ultima analisi, il credito viene concesso a chi è solido e ha la capacità di ripagare.

Trattare la struttura del contratto di prestito come una variabile endogena ha aiutato Bose e Cothren a dimostrare come l'accumulo di capitale evolve i mercati finanziari (Bose e Cothren, 1997, p. 437). Quando si ha un basso livello di accumulazione di capitale, le aziende separano i mutuatari limitando il credito a una percentuale di prestiti e adottando il credito razionato. Si forma una relazione positiva tra l'accumulo di capitale e l'acquisto di informazioni sui potenziali mutuatari per aiutare il processo di screening. Le relazioni qui

---

<sup>4</sup> Bose, Cothren, *Asymmetric Information and Loan Contracts in a Neoclassical Growth Model*, in «Journal of Money, Credit and Banking», vol. 29, n. 4, 1997, pp. 423-439.

esposte sono importanti in quanto mettono il contratto di prestito sotto una nuova luce ed è la ragione fondamentale per cui le banche esistono.

Questo è prevedibile. I mercati sono progettati in questo modo. Se i mercati e l'economia fossero completamente separati non ci sarebbe motivo di studiare l'asimmetria dell'informazione.

Il modello di Bose e Cothren è intrigante perché è abbastanza dinamico da analizzare i cambiamenti delle politiche sui contratti di prestito. Essi utilizzano l'esempio di un programma governativo per migliorare la struttura informativa del mercato dei prestiti. Questa politica potrebbe essere in qualsiasi forma, compresa la riduzione al minimo dei costi per completare questa analisi.

## 5. L'asimmetria informativa e il punto di vista politico

L'asimmetria dell'informazione può diventare anche una questione politica. Vining e Weimer hanno deciso di affrontare questo problema utilizzando un'analisi dei rischi e un punto di vista politico. Il motivo è che, a prima vista, l'intervento del governo dovrebbe essere in grado di contribuire a ridurre o quasi eliminare qualsiasi forma di asimmetria informativa in un mercato specifico. I dettagli potrebbero variare, ma si dovrebbe essere in grado di adottare una certa politica per adattarsi a un mercato in difficoltà. Ci sarà un punto in cui i mercati non saranno migliori con l'aggiunta di un'altra unità di informazioni<sup>5</sup>. La struttura di questo modello assimila l'informazione come a un bene pubblico. Per guardare la cosa dal punto di vista del consumatore, possiamo capovolgere l'ideologia, e dire che questo accadrebbe se il consumatore sottovalutasse invece di sopravvalutare la marca e la qualità del prodotto specifico. Nel caso di una sottovalutazione, il risultato è un prezzo più alto che aumenterà il surplus del produttore. In questo caso, si paga il produttore per fornire informazioni, riducendo così l'asimmetria informativa.

Vining e Weimer dipingono l'informazione come un bene pubblico nel senso che più di una persona può consumare la stessa unità di informazione. Una volta che un consumatore conosce l'informazione può facilmente trasmettere l'unità al minimo costo o gratuitamente a chiunque nel mercato. La differenza tra l'informazione come bene pubblico e la semplice asimmetria dell'informazione crea due metodologie su come fornire le informazioni

---

<sup>5</sup> Vining, Weimer, *Information Asymmetry Favoring Sellers: A Policy Framework*, in «Policy Sciences», vol. 21, n. 4, 1988, pp. 281-303.

mancanti. Come bene pubblico, il fornitore manca dell'incentivo a produrre ulteriori informazioni adeguate. Quando si trova in un contesto di asimmetria, il fornitore semplicemente non fornisce le informazioni al consumatore, per un motivo o per l'altro. Possono verificarsi fallimenti del mercato, e Vining e Weimer concordano con la descrizione di Akerlof sul processo che fa sì che ciò avvenga.

Il contributo di Vining e Weimer del 1988 è una risposta all'asimmetria dell'informazione dal punto di vista politico. Essi discutono i mercati primari che si sono formati per affrontare l'informazione imperfetta, il meccanismo che il mercato primario utilizza e le limitazioni associate a ciascun meccanismo. Per il mercato primario, le risposte comprendono la pubblicità informativa e le garanzie. La pubblicità riduce la sottovalutazione della qualità di un prodotto specifico, ma può creare un problema di omogeneità dei prodotti. I produttori di bassa qualità lesinano appunto sulla qualità, e si sottraggono alla pubblicità di marchi simili e forti. Le garanzie sono un'altra risposta del mercato primario.

Le garanzie aiutano a ridistribuire il rischio tra produttori e consumatori. Di conseguenza, i prezzi di mercato aumentano e possono emergere anche problemi di rischio morali. È qui che una persona può correre un rischio extra perché sa che il prodotto o l'articolo che ha acquistato può essere coperto da garanzia, sottoponendolo a un rischio inutile. Questo può comportare un costo maggiore per il produttore<sup>6</sup>.

Ci sono risposte all'asimmetria dell'informazione nel mercato secondario. Gli agenti e gli assicuratori dominano questo elenco. Gli agenti, come un agente immobiliare quando si acquista una casa, aiutano a fornire ulteriori informazioni sul prodotto e più campioni tra cui scegliere. Il limite per gli agenti è che possono non essere disponibili per i prodotti a basso costo. La cosa positiva di questa limitazione è che non sarebbe mai applicabile all'acquisto di una macchina o di una casa, quindi in questo caso il prodotto acquistato non è molto probabilmente un acquisto che cambia la vita. Gli assicuratori forniscono informazioni per ridurre le perdite, come sull'assicurazione auto. Anche in questo caso, il limite è che sono coperti pochi beni di consumo poco costosi.

Per contrastare l'asimmetria dell'informazione dal punto di vista politico, Vining e Weimer suggeriscono una lista variabile di interventi pubblici. Il più diretto è l'educazione dei consumatori. Un'agenzia deciderebbe quali informazioni dovrebbero essere rivelate ai consumatori. Ciò verrebbero fornite attraverso una

---

<sup>6</sup> Rowell, Connelly, *A History of the Term "Moral Hazard"*, in «Journal of Risk and Insurance», vol. 79, n. 4, 2012, pp. 1051-1075.

qualche forma di pubblicità o di mezzi di diffusione. Il limite può essere che l'agenzia selezionata si trovi ad affrontare la stessa asimmetria informativa del consumatore. In questo caso, il capitale verrebbe speso e nessuno si troverebbe necessariamente in una situazione migliore. Uno degli interventi suggeriti potrebbe essere in grado di aiutare a controllare sia l'agenzia sia il consumatore che si trova ad affrontare l'asimmetria informativa. La regolamentazione dei contenuti pubblicizzati può aiutare a limitare la pubblicità per prodotti specifici. In questo caso, la finzione e la tattica ingannevole o falsa sarebbero limitate in modo che le informazioni trasmesse siano accurate e non possano essere estrapolate dal contesto.

Il più alto tasso di inefficienza è presente quando c'è un duplice fallimento del mercato, o quando l'asimmetria dell'informazione si combina con un problema di beni pubblici. Uno qualsiasi degli interventi può essere utilizzato per ridurre la presenza di asimmetria informativa. Questa analisi è stata fatta da un punto di vista politico, e può essere decomposta a un livello più granulare. Sarebbe interessante vedere cosa ci vorrebbe per fornire interventi rivolti ai beni di consumo più piccoli. Vining e Weimer hanno dichiarato che questi beni di consumo sono così piccoli da non essere coperti da assicurazione o da agenti propri. Un certo livello di assicurazione su una linea di credito personale o su un prestito per il miglioramento della casa può contribuire a ridurre la probabilità di insolvenza. Inavvertitamente, questa sarebbe un'altra forma di screening.

## 6. L'asimmetria informativa e il costo del capitale

Hughes et al. hanno contribuito alla letteratura sul rapporto tra asimmetria dell'informazione e costo del capitale<sup>7</sup>. Questa importante relazione dimostra come la presenza di informazioni asimmetriche possa influenzare il ritorno economico atteso di un'azienda. Nella teoria neoclassica, i premi di rischio sono determinati dall'esposizione al rischio sistemico. Sapere cosa sono questi fattori e se cominciano a diventare reali è fondamentale per determinare il prezzo relativo al corretto ammontare del premio di rischio. Il rischio informativo creerà una distorsione nella creazione di questi premi e nella stima dei rapporti

---

<sup>7</sup> Hughes, S.J. Liu, J. Liu, *Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital*, in «The Accounting Review», vol. 82, n. 3, 2007, pp. 705-729.

rischio/rendimento<sup>8</sup>. Un'impresa può diversificare alcuni dei fattori di rischio riducendo il rischio di concentrazione. Concentrarsi troppo strettamente su un mercato specifico lascerà l'azienda incredibilmente vulnerabile ai movimenti di quel mercato specifico.

Hughes et al. dimostrano che, per le grandi economie, l'informazione privata sui fattori sistematici influisce sui premi di rischio degli stessi fattori, e non avrà alcun effetto sui beta delle singole aziende. Inoltre, ceteris paribus, i premi di rischio dei fattori aumentano con l'aumentare dell'asimmetria dell'informazione su questi fattori sistemici. Un'alta (bassa) misurazione dell'asimmetria dell'informazione porta a un alto (basso) costo del capitale. Ciò mantiene costante l'informazione totale, per ragioni di misurazione. Una caratteristica importante del loro modello informativo è che i segnali privati sono informativi sui fattori sistemici così come gli shock idiosincratici.

Anche se il contesto del lavoro è quello dell'investimento nella natura, l'intuizione fornita da Hughes et al. è complementare alla letteratura precedente e può essere applicata ad altre aree riguardanti l'asimmetria dell'informazione. Se si sa meno su quale direzione il mercato o l'economia si sta muovendo o si sta per muovere, le aziende devono indicare il prezzo nella loro offerta di prodotti, attraverso il tasso d'interesse applicato o qualche altro tipo di anticipo.

Mentre Hughes et al. hanno discusso il rapporto degli investitori con le imprese, lo stesso pensiero può essere applicato ai consumatori e ai produttori, o ai mutuatari e ai finanziatori. Hughes et al. concludono che un esame più approfondito dell'effetto dell'asimmetria dell'informazione a livello di mercato aggregato potrebbe contribuire a una conoscenza inestimabile. La difficoltà nel modellare qualsiasi cosa a livello di economia, tuttavia, sta nel fatto che i movimenti o gli shock sono di natura esogena.

## 7. L'asimmetria informativa e l'informazione quale bene pubblico

Easley e O'Hara approfondiscono il rapporto tra l'asimmetria dell'informazione e il costo del capitale per le imprese. Si tratta di considerare l'informazione come un bene, e di stabilire se questo bene è pubblico o privato. Coloro che sono in grado di ottenere un livello più elevato di informazione privata richie-

---

<sup>8</sup> Montavani, *The Information Risk Drivers: A Long-Term Analysis to Support a Risk Premia Modeling*, in «Quarterly Journal of Finance and Accounting», vol. 50, n. 1, 2011, pp. 145-199.

deranno un rendimento più elevato. La qualità e la quantità delle informazioni influiscono sui prezzi dei beni all'interno dell'azienda, seppure in equilibrio<sup>9</sup>.

Lo scopo principale è l'idea che quanto maggiore è l'incertezza sul valore degli attivi, tanto maggiore è il premio per il rischio. Nel nostro scenario, il potenziale mutuatario potrebbe essere costretto a pagare un tasso di interesse più alto o a fornire una qualche forma di garanzia collaterale. Questo è abbastanza simile a come il mercato degli investimenti valuterebbe il rischio. Il premio pagato all'impresa o agli investitori è una relazione diretta tra la quantità di informazioni conosciute e quanto sono a loro agio le persone che investono con le informazioni fornite, e che tipo di rendimenti ci si può aspettare.

Easley e O'Hara tracciano il grafico dei rendimenti attesi dato un asset rischioso e un asset privo di rischio in un'economia in equilibrio, *ceteris paribus*. Lo etichettano come la frontiera efficiente per un trader specifico. La relazione è tra i rendimenti medi e le deviazioni standard per questa coppia di caratteristiche dell'asset. Quando il trader è esposto a più informazioni private, c'è più precisione. Il valore atteso dipende da quali informazioni il trader ha ricevuto (per diventare più informato) e da cosa i trader in divisa deducono dal prezzo.

Easley e O'Hara illustrano le frontiere efficienti per i trader sia informati che non informati all'interno del loro modello. Dal momento che il trader informato conosce meglio l'asset, si trova ad affrontare un trade-off rischio-rendimento più basso. Il livello ottimale dei trader non informati è inferiore a quello dei trader informati, perché il trader non informato si trova ad affrontare un rischio maggiore detenendo l'asset. Se osserviamo due aziende che sono identiche, a eccezione della quantità di informazioni private, vedremo che il rendimento atteso per azione è più alto per l'azienda con più informazioni private.

Se sapessimo di più su un particolare bene o sapessimo dove trovare maggiori informazioni, ci aspetteremmo di guadagnare di più e vorremmo pagare meno per quanto riguarda un premio di rischio. Più conosciamo il portafoglio, meglio siamo in grado di analizzarne lo stato di salute e la qualità del credito.

Il modo in cui le informazioni vengono raccolte e comunicate al mercato è un tema comune alla letteratura. Alcuni suggeriscono che una maggiore regolamentazione di ciò che viene divulgato, durante le offerte pubbliche iniziali e agli analisti specifici, potrebbe aiutare a colmare il divario tra chi non è informato e chi è informato. Non è l'obiettivo di rivelare tutto ciò che

---

<sup>9</sup> Easley, O'Hara, *Information and the Cost of Capital*, in «The Journal of Finance», vol. 59, n. 4, 2004, pp. 1553-1583.

riguarda un'azienda. Questo porterebbe via il vantaggio competitivo che le aziende hanno sulle altre. Sarebbe vantaggioso per il mercato nel suo complesso esporre la giusta quantità di informazioni.

Un'interessante discussione è stata sollevata da Easley e O'Hara in merito al numero di analisti. Un analista può prevedere in quale direzione si potrebbe muovere il valore dell'asset e se prendere o meno una posizione lunga o corta dipendente da questa direzione. Tuttavia, molti analisti con una previsione media combinata dovrebbero essere più precisi. Come minimo, essi sollevano collettivamente domande sulla situazione data. Un analista può ispezionare il portafoglio e prevedere il movimento della qualità creditizia complessiva. Nella gestione del rischio, più analisti possono porre domande e fare una media dei movimenti del portafoglio. Per l'analisi sono importanti le metriche di performance predittive, come la migrazione mensile e la migrazione del credit score.

## 8. L'asimmetria informativa e l'accesso al credito

Holmes et al. hanno esaminato le possibilità di migliorare l'accesso al credito. Citano le difficoltà che possono sorgere quando un individuo passa dall'assistenza sociale al lavoro. Il trasporto è uno dei problemi principali. Citano che senza l'accesso ai trasporti, questa transizione può essere quasi impossibile. Lo stesso si può dire di ottenere l'accesso a nuovi crediti. Il loro studio analizza come fornire l'accesso al credito in modo economico a coloro che potrebbero non qualificarsi perché andati a lavorare in uno stabilimento di mattoni e malta<sup>10</sup>. Nel contesto dell'asimmetria informativa sulla storia del credito o sulle tendenze creditizie, ceteris paribus, coloro che hanno un rapporto consolidato con una banca hanno meno probabilità di essere inadempienti. La loro analisi si è concentrata sui beneficiari del welfare che non avevano accesso al credito e su come un rapporto già stabilito con una banca ha migliorato il loro accesso. Tentano di affrontare un enigma: se non è possibile ottenere un reddito senza trasporto e il trasporto non può essere ottenuto senza reddito cosa si deve fare quando non si può avere accesso al credito? Holmes et al. dimostrano che un rapporto con la banca contribuirebbe ad alleviare questo problema.

---

<sup>10</sup> Holmes, Isham, Wasilewski, *Overcoming Information Asymmetries in Low-Income Lending: Lessons from The Working Wheels Program*, in «Southern Economic Journal», vol. 72, n. 2, 2005, pp. 329-351.

Citano una linea sottile con la concessione di crediti ai beneficiari dell'assistenza sociale o a coloro che sono stati appena sottratti all'assistenza sociale. Un'informazione asimmetrica tra il prestatore e il mutuatario può portare a una domanda eccessiva sui mercati del credito convenzionale. Il razionamento dei prezzi può portare a una situazione di selezione negativa. Se la banca aumenta i tassi di interesse per includere il premio di rischio richiesto dall'asimmetria informativa, la rischiosità media del mutuatario aumenterà. Coloro che sono meritevoli di credito capiscono che possono ottenere un accordo migliore altrove, e andranno avanti. Quelli che rimangono sono più rischiosi, e poiché la banca è sempre alla ricerca di un maggior numero di clienti, concederà prestiti a questa popolazione. Si utilizzerà un tasso d'interesse ottimale della banca che sia inferiore a quello necessario al mercato per essere in equilibrio, ma superiore a quello necessario per raggiungere il profitto per ogni dollaro prestato.

Il saggio del 2005 di Holmes et al. si ispira al lavoro di Akerlof. Senza il tasso di interesse ottimale della banca il buon credito sarebbe completamente cacciato dal mercato. Ci vorrà una qualche forma di intervento per superare la barriera che i beneficiari del welfare si trovano ad affrontare, per evitare che ciò accada. Nei mercati del credito al consumo si fa molto affidamento sui punteggi di credito disponibili sul mercato commerciale per giudicare il merito creditizio dei consumatori. Coloro che non hanno già un rapporto con una banca, molto probabilmente non avranno la storia creditizia stabilita, necessaria per ottenere l'accesso a nuovi crediti.

Holmes et al. analizzano i vari fattori che sono stati considerati nel processo di approvazione del prestito. Hanno analizzato un gruppo di richiedenti nelle Working Wheels, e hanno analizzato la loro analisi brancolando quelli che avevano un punteggio di credito e quelli che non ce l'avevano. Essi mostrano che il reddito e il debito verso il reddito sono significativi quando si tratta del processo di approvazione per entrambi i gruppi di richiedenti. Il fallimento previsto riduce drasticamente la probabilità di ottenere un prestito, anche se c'è una storia di credito documentata riguardo al fallimento.

Quando non c'è una storia di credito, Holmes et al. trovano che l'età e il sesso giocano un ruolo significativo nel decidere l'approvazione del credito. L'impatto dell'età è prevedibile. Più un richiedente è anziano, più è probabile che abbia esperienza in qualche tipo di credito, o che sia più maturo e in grado di gestire la responsabilità dei pagamenti. Queste caratteristiche di supporto possono essere facilmente osservabili al momento della domanda. Un semplice controllo della patente di guida contribuirà a mitigare alcune delle asimmetrie informative presenti. Holmes et al. trovano anche che essere donna aiuta un

po' quando si richiede un prestito per la prima volta, nello specifico per il programma Working Wheels.

L'inadempienza è l'ultimo fattore che determina se il responsabile del prestito, il sottoscrittore o l'albero decisionale automatico hanno preso la decisione giusta al momento della concessione del credito. Il 25% dei clienti approvati senza un punteggio di credito non ha rispettato i prestiti auto concessi dal programma Working Wheels, rispetto al 13% che non ha rispettato il punteggio di credito. Essi hanno concluso che i mesi della relazione giocano il ruolo statisticamente più significativo nel determinare la probabilità di inadempienza tra i mutuatari di questi Working Wheel.

## 9. L'asimmetria informativa e l'innovazione

Francis et al. si focalizzano sul legame tra asimmetria informativa e innovazione, che può portare a rivelazioni entusiasmanti ma può essere difficile da finanziare in un mercato aperto e competitivo<sup>11</sup>. I problemi di finanziamento sono dovuti principalmente all'asimmetria dell'informazione. Una nuova società o un individuo che sta lavorando per brevettare la sua ultima idea e costruire intorno a essa possono avere difficoltà ad accedere al credito.

Essi mostrano che l'innovazione può ridurre direttamente la presenza di asimmetria informativa tra chi prende in prestito e chi concede il prestito. Le imprese che sono fortemente coinvolte in finanziamenti innovativi si trovano a dover affrontare diversi livelli di asimmetria informativa, che li porta ad addebitare uno spread di prestito più elevato. Diventa imperativo che le imprese innovatrici o gli individui che cercano il credito attenuino l'asimmetria informativa che può essere presente. L'innovazione costituisce un modo positivo di mitigare questo problema. Se una persona è innovativa ora, può aspettarsi di ottenere un maggiore flusso di cassa in futuro. La durata migliore e il costo più basso del debito si aggiungeranno a questo flusso di cassa positivo.

Francis et al. sono legati alla letteratura sul costo del capitale. La riduzione del costo del capitale può contribuire a liberare profitti per l'azienda, sia che si tratti di un'azienda innovativa con brevetti in corso di registrazione, sia che si tratti di un istituto di credito come una banca regionale. Anche in questo caso il prestito di relazioni può essere vantaggioso. Le informazioni private possono

---

<sup>11</sup> Francis, Hasan, Huang, Sharma, *Do Banks Value Innovation? Evidence from US Firms*, in «Financial Management», vol. 41, n. 1, 2012, pp. 159-185.

essere rivelate durante tutto il rapporto, come le tendenze di pagamento o il desiderio di aprire più conti con il prestatore.

La selezione avversa, e in definitiva l'idea di Akerlof di un credito scadente che scaccia il buon credito, deriva dal razionamento del credito in vari mercati finanziari. I finanziatori devono eseguire una certa scala di razionamento del credito, altrimenti tutti sarebbero in grado di ottenere credito. Questo porterebbe rapidamente tutti i mercati fuori equilibrio. L'offerta andrebbe alle stelle, superando rapidamente la domanda, e le banche sarebbero fuori dall'equazione. Se a ciò si accompagnasse un forte aumento delle insolvenze, l'industria bancaria sarebbe prossima al collasso<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Francis, Hasan, Huang, Sharma, *op. cit.*



## 2.

### *L'insider trading* nel diritto statunitense

#### 1. *Common law* e *insider trading*

La mancanza, sulla base dei principi di *common law*, di obblighi di *disclosure* nei rapporti commerciali, cioè di obblighi di rivelare informazioni essenziali relative a tali operazioni, emerse già nel 1817, quando la Corte Suprema degli Stati Uniti si pronunciò, attraverso le parole del suo *Chief Justice* J. Marshall, nella sentenza sul caso *Laidlaw v. Organ*<sup>1</sup>, nel senso dell'insussistenza di un dovere, in capo alle parti di un contratto, di rivelare informazioni di propria esclusiva conoscenza, anche se capaci di influire sulle condizioni economiche del negozio. Nell'occasione infatti il convenuto, nell'acquistare grandi quantità di tabacco, aveva taciuto al venditore l'avvenuta stipulazione, di cui era a conoscenza al contrario della propria controparte, del trattato di Ghent tra Stati Uniti e Inghilterra che, sancendo ufficialmente la fine della guerra del 1812, avrebbe comportato un aumento dei prezzi di tale bene.

Le ipotesi di truffa venivano infatti perseguite attraverso gli istituti della *fraud* e della *misrepresentation*; quest'ultima in particolare consiste in una dichiarazione non rispondente a verità resa da una delle parti di un contratto per indurre l'altra a sottoscriverlo. Se tale falsa affermazione risulta non intenzionale comporta esclusivamente la *rescission*, annullamento extragiudiziale retroattivo tipico di *common law*, qualora invece la stessa sia dolosa, rilasciata quindi consapevolmente o temerariamente da una delle parti, costituisce un *tort*, illecito extracontrattuale sanzionato, oltre che con la *rescission*, anche con la condanna al risarcimento del danno, e definito *fraudulent misrepresentation*. Per poter equiparare a quest'ultimo il silenzio del contraente è necessario indi-

---

<sup>1</sup> *Laidlaw v. Organ*, 15 U.S. 178 (1817).

viduare in capo a egli un obbligo di dichiarazione, obbligo che sussiste, sempre secondo i classici principi di *common law*, esclusivamente nei casi in cui tra le parti intercorra un rapporto fiduciario.

La *common law* inoltre non prevedeva nessun divieto di negoziare sui titoli della propria società, in base a informazioni *inside*, a carico degli amministratori, dei dirigenti o degli azionisti di controllo delle società per azioni, ecco quindi perché i casi di *insider trading* dovevano necessariamente essere ricondotti nelle comuni figure di frode previste dall'ordinamento. Pertanto, per fare ciò fu necessario individuare in capo a tali soggetti *insider* degli obblighi fiduciari da cui discendesse appunto il dovere di rivelare le informazioni privilegiate in loro possesso. Si passò così da un orientamento, inizialmente prevalente e per questo detto *majority rule*, che ammetteva la configurazione come fiduciario del solo rapporto intercorrente tra dirigenti e società nel suo complesso, escludendo quindi i rapporti che potevano intercorrere con i singoli soci, a un secondo filone, la *minority rule* promossa da alcune Corti statali<sup>2</sup>, che considerava gli *insiders* quali *trustees* degli azionisti e quindi imponeva loro obblighi di *disclosure* anche nelle negoziazioni con tali soggetti.

Il contrasto giurisprudenziale fu risolto nel 1909 da un intervento della Corte Suprema, resosi necessario a causa della crescente diffusione della forma societaria della *corporation* anche per imprese di piccole dimensioni o comunque a ristretta base azionaria, imprese fino ad allora organizzate secondo il modello della *partnership*. Il proliferare delle società per azioni, infatti, accentuò la problematica dell'*insider trading* che era risultata fino all'epoca marginale, e rese indispensabile l'individuazione di una regola comune. La *Supreme Court* elaborò allora un indirizzo intermedio nel caso *Strong v. Repide*<sup>3</sup>, definito teoria degli *special facts*. In questa occasione, pur ribadendo l'orientamento della *majority rule* per la quale, come visto, il rapporto tra amministratori e singoli soci non poteva configurarsi come fiduciario, la Corte Suprema ritenne che obblighi di comunicare informazioni rilevanti nelle contrattazioni con i soci potessero sorgere in capo al *management* al ricorrere di particolari circostanze. L'attività giurisprudenziale successiva si preoccupò di meglio definire tali *special facts* da cui discendeva l'obbligo di *disclosure* degli amministratori, arrivando a ricomprendervi ogni fatto o circostanza in grado di influire sul valore dei titoli e che fossero conosciuti dagli *officers*, sconosciuti invece dagli azionisti e non accertabili attraverso la consultazione dei libri sociali<sup>4</sup>. La teoria degli

---

<sup>2</sup> Prima tra tutte la Corte Suprema della Georgia nel caso *Oliver v. Oliver*, 362, 45 S.E. 232 (1903).

<sup>3</sup> *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909).

<sup>4</sup> *Buckley v.*, 205 Mich. (1925).

*special facts*, se da un lato ebbe il pregio di apprestare tutela agli interessi degli azionisti nei loro rapporti diretti con gli amministratori, dall'altro risultò inadatta a regolare il mercato borsistico in cui gli scambi avvenivano tra parti non identificate attraverso intermediari professionali, non gravati da alcun obbligo di *disclosure*. Ecco allora che si fece largo in dottrina<sup>5</sup> l'idea che, per una repressione efficace del fenomeno, fosse necessaria una disciplina legislativa finalizzata ad ampliare la trasparenza del mercato, attraverso la previsione di obblighi di divulgazione dei dati necessari per valutare correttamente le operazioni relative alla società stessa. Tale preoccupazione aumentò con l'espansione delle società ad azionariato diffuso, le *public corporation*, che accrescevano le possibilità di abuso dell'informazione a opera di *managers* cui viene delegato il potere di gestione da soci di minoranza troppo lontani dalle dinamiche societarie. Gli allarmi espressi dalla più attenta dottrina si concretizzarono nella catastrofica crisi di *Wall Street* del 1929 cui avevano contribuito in maniera determinante operazioni d'investimento a fini speculativi compiute dal *management* in posizione di privilegio informativo. Fu dunque chiaro che «la vera soluzione del problema consiste non nel porre proibizioni a carico degli amministratori, ma nello stabilire delle regole che obblighino la società alla completa divulgazione di tutti gli elementi che possano fare variare la valutazione sul mercato delle sue azioni»<sup>6</sup>, tali sollecitazioni trovarono accoglimento nell'attività legislativa dei primi anni Trenta promossa dal presidente Roosevelt e passata alla storia come *New Deal*.

## 2. La *Federal Securities Law*

L'intervento legislativo si articolò in due provvedimenti, il *Securities Act* del 1933 e il *Securities Exchange Act* del 1934, attraverso i quali si introdusse per la prima volta un regime di informazione societaria obbligatoria, col fine di apprestare un'efficace tutela degli investitori, tutela che trovava nella *disclosure* il proprio strumento chiave. Il primo di tali atti normativi si indirizza al controllo sui titoli e alla regolamentazione delle offerte di valori mobiliari, i *securities* appunto, da parte degli *issuers*, ossia le società emittenti per le quali si prevede l'obbligo di registrare presso la *SEC* ogni titolo scambiato e approntare

---

<sup>5</sup> Berle, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in «Mich. Law. Rev.», vol 25, 1927, pp. 827 e ss.

<sup>6</sup> Berle-Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, tr. it. Società per azioni e proprietà privata, Torino 1966.

un prospetto informativo il cui contenuto è stabilito dalla legge. L'intervento del 1934 detta invece la disciplina degli scambi di prodotti finanziari tra gli investitori per mezzo degli intermediari, regolando quindi le dinamiche del mercato mobiliare sempre nell'ottica della tutela degli investitori.

Anche se le norme emanate non prendono direttamente in considerazione l'*insider trading*, l'illiceità di tale pratica emerge chiaramente dal complesso delle disposizioni contenute nelle leggi federali. Nel *Securities Act* del 1933 spicca la norma contenuta nella *section 17(a)* che reprime in generale le frodi compiute nella vendita di valori mobiliari, tuttavia la sua applicabilità a tali sole circostanze la rende inadatta a reprimere in maniera efficace l'*insider trading*.

Ben più penetranti risultano le disposizioni dettate dal *Securities Exchange Act* del 1934, in particolare la *sec. 16* che al paragrafo (a) prevede l'obbligo, a carico dei soci che detengono, anche indirettamente, almeno il 10% del capitale sociale e degli amministratori e funzionari che possiedono azioni della società in qualunque misura, di rendere pubblica ogni operazione relativa alle azioni possedute attraverso l'iscrizione in un apposito registro tenuto dalla SEC. La *sec. 16* prosegue poi al paragrafo (b) disponendo che i profitti derivanti da operazioni di compravendita sui titoli della *corporation*, poste in essere in un periodo di sei mesi dai soggetti indicati, siano da considerarsi di pieno diritto appartenenti alla società. Si riconosce quindi alla società stessa un diritto d'azione per il recupero dei cosiddetti *short-swing profits* ottenuti dagli *insiders*, azione esercitabile anche da parte di qualsiasi azionista in nome e per conto della società in caso di inerzia della stessa. La disposizione in esame si caratterizza per la sua severità e automaticità, tanto che la sua applicazione prescinde da qualsiasi valutazione circa la buona fede di chi compie i *trading* e dall'esistenza stessa di un'informazione riservata, basandosi l'intero meccanismo su di una presunzione assoluta di illiceità delle negoziazioni effettuate dagli *insider* sui titoli della propria società nel breve periodo considerato. L'efficacia della previsione è quindi compromessa dalla sua rigidità, facilmente aggirabile sia compiendo la seconda parte dell'operazione (la rivendita o il riacquisto a seconda dei casi) una volta trascorsi i sei mesi, sia avvalendosi di soggetti non rientranti nell'elencazione tassativa effettuata. La *sec. 16(b)* manifesta comunque l'intenzione del legislatore di rinvigorire la fiducia dei risparmiatori, affievolita dalla crisi del '29, perseguendo le speculazioni del *management* e garantendo un regime di trasparenza fino ad allora sconosciuto.

Molto più adatta alla repressione degli abusi informativi risulta essere la *sec. 10(b)* dello stesso *Securities Exchange Act* del 1934, la quale impedisce a chiunque di utilizzare qualsiasi artificio manipolativo o fraudolento in connessione con l'acquisto o la vendita di qualsiasi valore mobiliare. La norma, per quanto

non indirizzata specificatamente alle ipotesi di *insider trading* ma, piuttosto, a reprimere in generale ogni forma di frode come la già citata *sec. 17(a)* del *Securities Act* del 1933, dalla quale si differenzia soprattutto per il più ampio ambito di applicazione, risulta particolarmente utile all'uopo proprio per il suo elevato grado di elasticità che la contraddistingue dalla *sec. 16*. La *sec. 10(b)* infatti non contiene limiti né di carattere soggettivo essendo rivolta a chiunque («*any person, directly or indirectly*») né tanto meno di carattere temporale, colpendo addirittura anche singole operazioni di acquisto o di vendita di qualsiasi titolo. La sua applicabilità non è però immediata, ed è resa effettiva solo dalla *rule 10(b)-5*, norma su cui si basa l'intero sistema di repressione dell'*insider trading*, emanata dalla SEC nel 1942, in esercizio degli ampi poteri regolamentari che proprio la *Federal Securities Law* le conferisce.

### 3. Il *disclose or abstain duty* e la *rule 10b-5*

La *section 10(b)* rimette alla SEC ampia delega circa l'emanazione di norme regolamentari che risultino necessarie al perseguimento dei fini di tutela cui tende la disciplina federale: «*[...] in contravention of [...] regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors*». Attuando tale delega, la SEC introduce la *rule 10(b)-5* al fine di reprimere ogni genere di *fraud* realizzabile nelle negoziazioni di valori mobiliari. La norma è voluta e utilizzata come *catchall*, una norma pigliatutto che, grazie alla propria genericità terminologica e conseguente elasticità applicativa, si è adattata perfettamente alla repressione dell'*insider trading*.

«*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*».

Come più volte detto, il successo di questa disposizione è dovuto all'assenza di qualsiasi definizione dell'*insider trading*, sia dal punto di vista soggettivo, essendo rivolta a qualunque persona impieghi gli strumenti del commercio interstatale o della posta o della borsa valori, sia come ambito applicativo, non essendo previsti limiti né cronologici né tipologici delle operazioni considerate. La prima circostanza in cui la *rule* viene utilizzata per un caso di *insider trading* è

un procedimento amministrativo intrapreso dalla SEC nel 1961 contro la società finanziaria *Cady, Roberts & Co*<sup>7</sup>, alla quale si contestava di aver venduto i titoli della società aeronautica *Curtis & Wright Corporation*, detenuti nei portafogli dei propri clienti, in base a un'informazione riservata. Infatti le operazioni di vendita erano state eseguite da un socio della *brokerage firm*, in seguito alla notizia di una drastica riduzione dei dividendi trimestrali a lui comunicata, prima che fosse resa pubblica, da un altro socio della finanziaria che ricopriva anche il ruolo di consigliere d'amministrazione della *Curtis & Wright Corporation*. L'occasione era particolarmente ghiotta, visto l'alto interesse del mercato su tali titoli suscitato dal pubblico annuncio, effettuato dalla società stessa qualche giorno prima, circa la presentazione di un nuovo motore a combustione interna. Pur non avendo valore di precedente, in quanto frutto di un procedimento amministrativo e non di un'azione giudiziaria ordinaria, la decisione della SEC ha esercitato una notevole influenza sui casi successivi poiché, oltre a confermare la *disclose or abstain rule* già emersa in un caso precedente<sup>8</sup>, individua i due elementi costitutivi dell'illecito nell'*access* e nell'*inherent unfairness*. Il primo consiste nella possibilità del soggetto di avere accesso a informazioni significative e non pubbliche, «[...] *first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone*»<sup>9</sup>. L'*inherent unfairness* è invece intesa come l'ingiustizia insita nel comportamento di chi si avvantaggia personalmente dell'informazione con la consapevolezza che la stessa non è conoscibile dalla controparte «[...] *the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing*»<sup>10</sup>. Al ricorrere di queste condizioni, quindi, sorge secondo l'impostazione della SEC l'obbligo di rivelare l'informazione ovvero, se non si può o non si vuole rivelarla, di astenersi dal compiere l'obbligazione. Tale obbligo non ricade solo sulla stretta cerchia di soggetti indicati nella *sec. 16(b)* ma si estende a «*those persons who are in a special relationship with a company and privy to its internal affair*»<sup>11</sup>, si allarga quindi l'ambito soggettivo ben al di là delle figure tipiche di *insiders*, equiparando a queste un insieme eterogeneo di soggetti che in un modo o nell'altro siano in possesso di informazioni riservate.

---

<sup>7</sup> In re *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

<sup>8</sup> *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808 (1951).

<sup>9</sup> *Ivi*, p. 912.

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1983, p. 831.

Proprio la focalizzazione sulla scorrettezza nell'utilizzare l'informazione ha attirato diverse critiche sull'interpretazione della Commissione, come quella di essere basata esclusivamente su di un imperativo di carattere morale. In realtà la preoccupazione della SEC è quella di non lasciare impuniti i *tippe*, ossia quei soggetti cui l'informazione viene "suggerita" da un *insider tipper*<sup>12</sup>, permettendo così la più elementare elusione della *disclose or abstain rule*. L'impostazione dell'organo di vigilanza viene confermata in via giurisprudenziale nel 1968 dalla Corte d'Appello del Secondo Circuito che, nel caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*<sup>13</sup>, enuncia compiutamente la regola secondo cui: «*Anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed*»<sup>14</sup>. In tale pronuncia, che è considerata il *leading case* circa l'applicazione della *rule 10(b)-5* all'*insider trading* essendo la prima di natura giurisdizionale, si trattava di un caso in cui alcuni amministratori e dipendenti della società avevano acquistato azioni e opzioni della stessa basandosi su informazioni interne relative alla scoperta di un fruttuoso giacimento minerario e tenute momentaneamente segrete per permettere alla società di acquisire i terreni limitrofi a quello già posseduto in cui si era riscontrata la presenza del giacimento. La decisione nel giudizio d'appello seguì una più cauta sentenza di primo grado<sup>15</sup> che, pur avendo riconosciuto la validità della *disclose or abstain rule* in relazione a un ambito soggettivo più ampio di quello tipizzato nella *sec. 16(b)*, così come affermato nel caso *Cady, Roberts & Co.*, e avendo ammesso la sua applicabilità a operazioni spersonalizzate quali quelle borsistiche, si era limitata a condannare solo due dei numerosi convenuti soprattutto in ragione del fatto che molti di essi avevano acquistato i titoli della *T.G.S.* dopo, anche se di poco, la conclusione di una conferenza stampa, tenuta dalla stessa società, per comunicare ufficialmente la notizia dell'importante scoperta. La Corte di prima istanza di *New York* infatti, nonostante condividesse le osservazioni della SEC che mettevano in luce la necessità di individuare un periodo di tempo necessario perché la notizia venisse assimilata dal mercato, rilevò come tale individuazione non potesse avvenire in via giurisprudenziale ma fosse compito della Commissione ovvero, qualora

---

<sup>12</sup> S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968).

<sup>13</sup> *Ibidem*.

<sup>14</sup> *Ivi*, p. 848.

<sup>15</sup> S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F.Supp. 262 (S.D.N.Y. 1966).

la stessa non si ritenesse investita di tale potestà, del Legislatore<sup>16</sup>. La Corte d'Appello invece decise che l'obbligo di astenersi dalle negoziazioni finché le informazioni non siano diventate di pubblico dominio deve essere inteso nel senso di dover attendere finché non si possa ragionevolmente pensare che le comunicazioni siano state pubblicate sulla stampa e sull'indice *Dow Jones*<sup>17</sup>, e invitò, invano, la Commissione a individuare una regola che desse un buon grado di certezza alla comunità finanziaria<sup>18</sup>. La sentenza d'appello inoltre adottò un ampio concetto di rilevanza (*material*) dell'informazione, riferendolo nel caso alla conoscenza «*of the possibility, [...] would certainly have been an important fact to a reasonable, if speculative, investor in deciding whether he should buy, sell, or hold*»<sup>19</sup>. Il riferimento alla semplice possibilità che il fatto assuma importanza nelle decisioni dell'investitore, considerato per altro come speculatore, sollevava dubbi circa l'eccessiva ampiezza e astrattezza del criterio di applicazione scelto. Dubbi che venivano solo ridimensionati dalla correzione della nozione di *material* effettuata nel caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* dalla Corte Suprema secondo cui: «*An omitted fact is material if there is substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote*»<sup>20</sup>. Infatti, pur preferendosi come indice di rilevanza la significativa possibilità di influenzare le scelte di un azionista ragionevole, non si compiva ancora quel passo decisivo, come vedremo comunque prossimo a realizzarsi, di distinguere le informazioni provenienti dall'interno della società rispetto a quelle prodotte da un'attività di analisi finanziaria esterna. La tendenza, espressa dalla SEC e dalle Corti inferiori, a estendere il più possibile le nozioni di *insider* e di informazione riservata, rispecchia le teorie di *market egalitarianism* che vorrebbero l'uguaglianza di tutti gli investitori in relazione alle informazioni. Tale atteggiamento raggiunge l'apice nelle sentenze di primo e secondo grado del caso Chiarella, dove addirittura si giunge per la prima volta a una condanna penale per violazione della *sec. 10(b)* e della *rule 10(b)-5*<sup>21</sup>, sulla convinzione che il Legislatore federale «*created a system providing equal access to the information necessary for reasoned and intelligent investment decisions*»<sup>22</sup>. Un indirizzo così estremo poneva in serie difficoltà tutti quelli operatori professionali, gli analisti, che basano la propria attività sulla ricerca e l'elaborazione di

---

<sup>16</sup> *Ivi*, p. 289.

<sup>17</sup> *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968), p. 854.

<sup>18</sup> Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, cit., p. 841.

<sup>19</sup> *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968), p. 849.

<sup>20</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

<sup>21</sup> La condanna penale è pronunciata già in primo grado, 450 F. Supp. 95 (1978).

<sup>22</sup> Così apre la propria decisione la Corte d'Appello del Secondo Circuito sull'impugnazione.

informazioni, in quanto si affermava che il *disclose or abstain duty* incombe su chiunque abbia regolato l'accesso a informazioni di mercato, senza preoccuparsi se il soggetto rientri nella categoria degli *insiders*: «*Anyone corporate insider or not who regularly receives material nonpublic information may not use that information to trade in securities without incurring an affirmative duty to disclose. And if he cannot disclose, he must abstain from buying or selling*»<sup>23</sup>. Nell'opinione dei Giudici d'Appello, la condanna di Chiarella appare l'unico esito possibile della vicenda sottoposta al loro giudizio: «*It is difficult to imagine conduct less useful, or more destructive of public confidence in the integrity of our securities markets, than Chiarella's*»<sup>24</sup>.

#### 4. La teoria fiduciaria nei casi “Chiarella” e “Dirks”

Vincent Chiarella era dipendente di una tipografia, la *Pandik Press*, specializzata nella stampa di documenti finanziari quali, tra gli altri, le comunicazioni e i prospetti da inviare alla SEC e rendere pubblici in caso di offerte pubbliche di acquisto (*tender offer*). Egli riuscì a individuare il nome di cinque società oggetto di altrettante o.p.a., decifrando delle bozze a sua disposizione in cui gli elementi essenziali delle offerte erano stati prudenzialmente criptati, onde evitare la diffusione della notizia prima che l'offerta fosse ufficiale. Chiarella quindi acquistò partecipazioni nelle società bersaglio per poi rivenderle una volta divulgati i termini delle offerte, evento che, comportando un incremento nel valore dei titoli, gli permise di ottenere un profitto di 30.000 dollari.

È in questa occasione che la Corte Suprema può affrontare, per la prima volta, la *rule* 10(b)-5 della prima sentenza proposta da Vincent Chiarella, in tutta la sua portata, rigettando con una decisione molto sofferta<sup>25</sup> la *parity of information theory*. Infatti, secondo l'opinione di maggioranza, espressa dal giudice Powell, la *rule* non è diretta, «*absent some explicit evidence of congressional intent*», a garantire un regime di assoluta parità d'informazione bensì a combattere le frodi: «*Is aptly described like a catchall provision, but what it catches must be fraud*»<sup>26</sup>. Affinché il silenzio di chi opera sul mercato azionario circa informazioni riservate ed essenziali possa essere considerato fraudolento

---

<sup>23</sup> *Ivi*, p. 1365.

<sup>24</sup> *Ivi*, p. 1369.

<sup>25</sup> *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222 (1980). Il giudizio di maggioranza è accompagnato da diverse dissenting opinion tra cui spicca quella del Chief Justice Burger che aderisce alla *misappropriation theory* proposta dal governo e di cui ci occuperemo oltre.

<sup>26</sup> *Ivi*, p. 234.

è necessario che su tale soggetto gravi un dovere di parlare, un dovere che non può scaturire dal semplice possesso di informazioni di questo genere: «*A duty to disclose under section 10(b) does not arise from the mere possession of nonpublic market information*»<sup>27</sup>, ma sorge soltanto in presenza di un rapporto fiduciario tra le parti: «*A relationship of trust and confidence between the parties to a transaction*». Quindi la Corte, pur condividendo la ricostruzione della fattispecie basata sui due elementi costitutivi dell'*access* e dell'*inherent unfairness*, così come individuati dal caso *Cady, Roberts & Co.* dalla SEC, non accetta la configurazione del *disclose or abstain duty* come obbligo generico e generale gravante su tutti gli operatori di mercato, interpretazione che non trova infatti nessuna base positiva nella disciplina finanziaria statunitense: «*Moreover, neither the Congress nor the Commission ever has adopted a parity-of-information rule*»<sup>28</sup>. L'obbligo riguarda invece solamente gli *insiders* e deriva dall'affidamento in loro riposto dagli investitori; nel caso di Chiarella invece non si evidenzia alcun rapporto fiduciario tra il tipografo e gli azionisti delle società *target*: «*Nor could any duty arise from petitioner's relationship with the sellers of the target companies's securities, for he had no prior dealings with them, was not their agent, was not a fiduciary, and was not a person in whom the sellers had placed their trust and confidence*». E ancora: «*He was, in fact, a complete stranger who dealt with the sellers only through impersonal market transactions*»<sup>29</sup>.

Il ritorno a criteri di determinazione della responsabilità tipici di *common law* è compiuto dalla Corte Suprema in un'ottica macroeconomica e liberista, con la preoccupazione che l'eccessivo ampliamento dell'ambito applicativo della *rule 10(b)-5*, proposto sia a livello amministrativo che giurisdizionale, finisca con l'inceppare il flusso informativo su cui si basano i meccanismi del mercato azionario. Si sceglie quindi, in assenza di una normativa specifica che individui analiticamente le condotte illecite, di perseguire l'efficienza del mercato anche a costo di esporre i singoli risparmiatori al rischio di subire pregiudizi ai propri investimenti in conseguenza di comportamenti scorretti degli operatori di mercato<sup>30</sup>. L'inversione di tendenza nella repressione dell'*insider trading*, insita nella *fiduciary theory* adottata dalla Corte Suprema, rappresenta uno dei maggiori punti di frizione nella dialettica tra le varie istituzioni chiamate a regolare la materia, confronto che si accenderà negli anni Ottanta in un susseguirsi di pronunce giurisprudenziali, norme regolamentari e interventi legislativi incal-

---

<sup>27</sup> *Ivi*, p. 235.

<sup>28</sup> *Ivi*, p. 233.

<sup>29</sup> *Ivi*, p. 232.

<sup>30</sup> Casella, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in «Giur. Comm.», III, 1989, pp. 796, 818.

zati da un'opinione pubblica sempre più preoccupata dal fenomeno e dalla sua sostanziale liberalizzazione che tale impostazione comporta.

Insistendo sulla via tracciata con la sentenza Chiarella, la Corte Suprema ribadisce e specifica la teoria fiduciaria nel caso *Dirks*<sup>31</sup>. Raymon Dirks, analista finanziario specializzato nel ramo assicurativo e dipendente della società di intermediazione *Delafield Child, Inc.*, venne a sapere da Ronald Secrist, ex dipendente della società assicurativa *Equity Funding Corporation of America*, che la contabilità di tale società era viziata da una serie di falsità. Accertate attraverso personali indagini tali informazioni, Dirks tentò invano di promuovere un procedimento investigativo della SEC e di far pubblicare i risultati delle sue ricerche sul «Wall Street Journal». Non avendo ricevuto credito né dall'organo di vigilanza né dal giornalista con cui era in contatto, Dirks consigliò a diversi suoi clienti, che erano principalmente investitori istituzionali, di vendere i titoli della *Equity Funding* detenuti in portafoglio. Le vendite provocarono un crollo del valore delle azioni che portò la SEC a sospendere le quotazioni sul titolo e accertare i falsi in bilancio, e il «Wall Street Journal» qualche giorno dopo pubblicò le informazioni ricevute da Dirks. La SEC avviò un'indagine a carico di Dirks e lo riconobbe responsabile in quanto *tippee*, avendo egli diffuso selettivamente le informazioni ricevute da un *insider* (Secrist), la Commissione si rifece al proprio indirizzo circa la responsabilità del *tippee* per violazione della *rule* 10(b)-5 che aveva definito, nel caso *Investors Management Co.* del 1971<sup>32</sup>, come quella di chi riceve e sfrutta un'informazione riservata ed essenziale sapendo, o potendo sapere, che proviene da un'*insider*<sup>33</sup>. Per quanto la sanzione fu limitata a una censura, tenuto conto del ruolo di informatore svolto da Dirks nel caso *Equity Funding*, l'analista impugnò la decisione della SEC e a seguire la sentenza della Corte d'Appello che confermava la sanzione disposta in via amministrativa.

La Corte Suprema riforma la condanna riconducendo anche la tematica del *tipping* alla teoria fiduciaria espressa nella sentenza Chiarella, nella quale l'argomento era stato appena accennato nella *footnote* 12: «*The tippee's obligation has been viewed as arising from his role as a participant after the fact in the insider's breach of a fiduciary duty*»<sup>34</sup>. Secondo la Corte<sup>35</sup> anche la responsabilità del *tippee* si configura in caso di violazione di un obbligo fiduciario dello

---

<sup>31</sup> *Dirks v. S.E.C.*, 463 U.S. 646 (1983).

<sup>32</sup> *Investor Management Co.*, 44 S.E.C., 649 (1971).

<sup>33</sup> 21 S.E.C. Docket 1401 (1981).

<sup>34</sup> *United States Chiarella V.*, 445 U.S. 222 (1980), p. 230.

<sup>35</sup> *Dirks v. S.E.C.*, 463 U.S. 646 (1983).

stesso verso la società e i soci, e tale obbligo non deriva dalla mera ricezione di un'informazione rilevante, ma sorge solo se l'informazione è ricevuta impropriamente. La circostanza si realizza quando il *tipper insider* comunica le informazioni violando il proprio obbligo fiduciario e il *tippee* sa, o dovrebbe sapere, che l'informazione gli è giunta in violazione di tale obbligo: «*Some tippees must assume an insider's duty to the shareholders not because they receive inside information, but rather because it has been made available to them improperly [...] And, for Rule 10b-5 purposes, the insider's disclosure is improper only where it would violate his Cady, Roberts duty. Thus, 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*»<sup>36</sup>. Tuttavia, nei casi di *tipping* l'*insider* viene meno ai propri doveri fiduciari nei confronti della società e dei suoi azionisti solo quando trae un profitto diretto o indiretto dall'operazione; il profitto viene inteso in modo molto ampio fino a ricomprendervi benefici alla reputazione o promesse di futuri guadagni: «*Whether the insider receives a direct or indirect personal benefit from the disclosure, such as a pecuniary gain or a reputational benefit that will translate into future earnings*»<sup>37</sup>. Mancando tale profitto a vantaggio di *Secrist*, viene negata la responsabilità di *Dirks* sostenuta dalla *SEC*, la quale si vede per la seconda volta in pochi anni frustrata dalla Corte Suprema nei propri intenti di un'estesa inibizione delle negoziazioni basate su informazioni riservate.

Una piccola vittoria la Commissione la ottiene comunque anche nel disastroso, per lei, caso *Dirks*; nella celebre *footnote* 14 infatti la Corte amplia la categoria degli *insiders* di diritto includendovi i *temporary insider*, ossia alcuni soggetti che, in casi particolari e in virtù di speciali relazioni con l'attività della società, assumono il *fiduciary duty* poiché accedono alle informazioni esclusivamente nell'interesse della società: «*Under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired nonpublic corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes*»<sup>38</sup>. L'estensione degli obblighi fiduciari a certi *outsiders* ha permesso

---

<sup>36</sup> *Ivi*, p. 660.

<sup>37</sup> *Ivi*, p. 663.

<sup>38</sup> *Ivi*, p. 665, nota 14.

alla Commissione di pervenire in diversi casi alla condanna di soggetti che sarebbero stati altrimenti assolti: ciò avviene ad esempio nel caso Tomè, noto in Italia per il coinvolgimento del finanziere Leati. La condanna nel giudizio d'appello<sup>39</sup> fu fondata sulla *footnote* 14; essendosi riscontrata quella relazione confidenziale speciale, considerata elemento fondante del dovere fiduciario dell'*outsider*, tra il convenuto e la società *Seagram* di cui era consulente, la Corte d'Appello preferì la ricostruzione del *temporary insider* fatta in *Dirks* alla *misappropriation theory* che era stata sostenuta nella sentenza di condanna in primo grado<sup>40</sup>, e che iniziava a prendere piede tra le Corti inferiori, restie, come la *SEC*, ad accettare la sostanziale liberalizzazione del fenomeno che, in molti casi, l'interpretazione restrittiva della Corte Suprema comportava.

## 5. Teoria fiduciaria e tender offer e la rule 14(e)-3

Un'allettante occasione di sfruttamento delle notizie riservate è rappresentata dalle offerte pubbliche d'acquisto, questo perché la notizia non ancora pubblica di un'imminente offerta su determinati titoli si tradurrà inevitabilmente, una volta divulgata, in un aumento del valore degli stessi rispetto a quello in corso. Il profitto realizzabile è inoltre accresciuto dalla possibilità di operare sul mercato delle *options*, le quali conferiscono un diritto d'acquisto o di sottoscrizione di titoli a un prezzo prestabilito generalmente inferiore alla quotazione corrente, offrendo in sostanza la chance di ottenere notevoli guadagni con investimenti minimi e con un rischio prossimo allo zero. L'abuso in questi casi è ulteriormente incentivato dalla difficoltà di perseguire tali pratiche, poiché raramente le informazioni circa un'operazione di acquisizione, soprattutto se ostile, provengono dalla società *target*, la fonte è quindi esterna alla società i cui titoli sono oggetto di *tender offer*, il che rende queste ipotesi difficilmente riconducibili agli schemi tipici sia dell'*insider trading*, non rientrando i soggetti che generano le informazioni nella categoria *insiders*, né dei *temporary insider* di cui alla *footnote* 14. La teoria fiduciaria infine, enunciata per l'appunto in un caso di *tender offers* come quello del tipografo Chiarella, esclude ogni possibilità di perseguire ai sensi della *rule* 10(b)-5 quelle fattispecie in cui la comunicazione dell'informazione o il suo diretto sfruttamento non concretizzano la rottura di un vincolo fiduciario.

---

<sup>39</sup> S.E.C. v. Tomè, 833 F. 2d, 1087 (1987).

<sup>40</sup> S.E.C. v. Tomè, 638 F. Supp. 596 (1986).

La consapevolezza di tali difficoltà ha spinto la SEC a emanare una norma specifica per reprimere ogni tipo di abuso realizzabile in occasione di offerte pubbliche d'acquisto. Con il comma (e) della sec. 14 si dichiara inoltre l'illiceità di ogni condotta manipolativa o fraudolenta e di ogni abuso informativo che si realizzi in occasione di *tender offer* o di altre forme di sollecitazione degli investitori, rimettendo alla SEC ampia delega in ordine alla predisposizione dei mezzi regolamentari e all'individuazione delle pratiche illecite: «*It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation of security holders in opposition to or in favor of any such offer, request, or invitation. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts and practices as are fraudulent, deceptive, or manipulative*».

La Commissione esercita la propria potestà regolamentare proprio nel 1980 ed emana, infatti, a stretto giro dalla sentenza Chiarella, la *rule* 14(e)-3. Elaborata in base all'esperienza maturata con la *rule* 10(b)-5, tale norma si rivolge a tutti coloro che siano in possesso di informazioni rilevanti e non pubbliche riguardanti un'offerta già in atto o in corso di lancio, vietando loro di operare sui titoli coinvolti e su quelli a essi collegati (come ad esempio le *options*) qualora sappiano, o siano in grado di sapere, che l'informazione è riservata e proviene dall'offerente o dall'emittente o da amministratori, dirigenti, soci, datori di lavoro o altri soggetti che agiscano per l'offerente o l'emittente: «*If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(1) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: 1) The offering person, 2) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or 3) Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise*». È evidente nel testo della norma l'intenzione perseguita dal regolatore di superare

le problematiche riscontrate nella repressione dei *trading* basati su informazioni, certamente rilevanti e certamente non pubbliche, ma non definibili come *inside* bensì come *market information*, in quanto non provenienti dall'interno della società emittente i titoli il cui valore è da esse influenzato. L'elasticità non riguarda in questo caso solo la definizione dei soggetti cui è imposto il divieto, ma si estende alle formule con cui viene indicata l'origine delle informazioni nonché le categorie di titoli coinvolte nell'inibizione a operare. In entrambi i casi, infatti, a una succinta elencazione rispettivamente di potenziali *tippeers* e di strumenti finanziari negoziabili, si accompagna una clausola di chiusura che rende l'applicazione della *rule* facilmente estendibile tanto per ambito soggettivo quanto per quello oggettivo. La norma coinvolge, oltre alle informazioni provenienti dalle classiche figure di *insider*, sia dell'offerente che dell'emittente, anche quelle che derivano da un'ampia cerchia di *temporary insiders* che in qualche modo agiscano per conto dell'uno o dell'altro, e proibisce le negoziazioni non solo sulle azioni oggetto di o.p.a., ma su tutti i valori mobiliari che diano comunque la possibilità di ottenere i titoli interessati dall'offerta, prescindendo da qualsiasi riferimento al rapporto con le controparti. Di particolare interesse anche l'estensione temporale del divieto operata fino a un termine ragionevole perché la notizia e la sua fonte non siano rese pubbliche con un comunicato stampa o in altro modo, specificazione questa più volte invocata in riferimento alla *rule* 10(b)-5 ma che, con questa formulazione, nulla aggiunge a quanto già stabilito in via giurisprudenziale<sup>41</sup>.

La norma regolamentare supera efficacemente molte delle difficoltà emerse dall'applicazione della normativa antifrode ai molteplici abusi informativi realizzabili sul mercato finanziario, la soluzione è tuttavia parziale essendo circoscritta alle sole ipotesi di *tender offer*. La risposta di portata generale della SEC alle limitazioni applicative imposte dalla teoria fiduciaria si concretizza invece nello stesso ambito dottrinale scelto dalla Corte Suprema; la Commissione promuove infatti, trovando il sostegno delle Corti inferiori, la *misappropriation theory* ritenuta da alcuni commentatori un'«entrata laterale»<sup>42</sup> aperta alle teorie del *market egalitarianism* che erano state invece respinte nel caso Chiarella.

---

<sup>41</sup> S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968).

<sup>42</sup> Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano 1993, p. 21.

## 6. La *misappropriation theory*

Secondo la *misappropriation theory* si è responsabili per frode ai sensi della *rule* 10(b)-5 ogni volta che si utilizza un'informazione privilegiata violando il proprio obbligo verso la fonte dell'informazione, quindi ogni volta che ci si appropria appunto dell'informazione per uno scopo diverso da quello per cui se ne dispone. Si prescinde quindi dal rapporto con gli investitori coi quali si tratta, configurandosi la responsabilità verso questi ultimi semplicemente per la rottura da parte dell'*insider* del rapporto fiduciario intercorrente tra sé e un altro soggetto, generalmente il proprio datore di lavoro o un cliente di questo.

La teoria fu sottoposta all'attenzione della Corte Suprema già nel caso Chiarella; in quella circostanza, tuttavia, non fu presa in considerazione dalla maggioranza della Corte perché la tesi veniva presentata per la prima volta in quella sede, senza essere stata sottoposta alla giuria nei gradi precedenti. Prescindendo da tale vizio procedurale, il giudice Burger, *Chief Justice* della Corte Suprema, accolse la *misappropriation theory* nella propria *dissenting opinion*: «*In sum, the evidence shows beyond all doubt that Chiarella, working literally in the shadows of the warning signs in the printshop, misappropriated - stole, to put it bluntly - valuable nonpublic information entrusted to him in the utmost confidence. He then exploited his ill-gotten informational advantage by purchasing securities in the market. In my view, such conduct plainly violates section 10(b) and rule 10b-5*»<sup>43</sup>.

La centralità nella configurazione dell'illecito che assume l'appropriazione dell'informazione realizzata contravvenendo a un proprio obbligo fiduciario è evidenziata dalla veemenza dei termini usati dal Giudice il quale ricorda, tra l'altro, che la tipografia in cui Chiarella lavorava era tappezzata di cartelli sui quali si ricordava ai dipendenti il divieto di utilizzare a proprio vantaggio le informazioni acquisite sul posto di lavoro, effettuando sulla base di esse operazioni finanziarie. È quindi dal modo in cui si è ottenuto il vantaggio informativo che sorge il dovere di astenersi dall'utilizzare o rivelare le informazioni, e non dall'esistenza di un rapporto fiduciario con la propria controparte: «*I would read section 10(b) and Rule 10b-5 to encompass and build on this principle: to mean that a person who has misappropriated nonpublic information has an absolute duty to disclose that information or to refrain from trading*»<sup>44</sup>. La *misappropriation theory* era inoltre condivisa dai giudici Blackmun e Marshall, oltre che dal giudice Brennan che tuttavia aderì alla tesi di maggioranza espressa, come visto, dal giudice Powell e basata sulla teoria fiduciaria.

---

<sup>43</sup> United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980), p. 245.

<sup>44</sup> *Ivi*, p. 240.

La circostanza che quattro giudici su nove della Corte Suprema si erano esplicitamente dichiarati favorevoli alla teoria proposta dalla SEC e che comunque la stessa non era stata formalmente respinta dal supremo collegio ma semplicemente non esaminata per problemi procedurali, permise alle *lower courts* di ricorrere alla *misappropriation theory* ogni volta che l'assenza del *fiduciary duty* avrebbe impedito la condanna degli autori di *market abuse*. Ciò avvenne nel caso Newman<sup>45</sup>, dove due impiegati di una *investment banking firm*, appropriatisi di informazioni confidenziali relative ad alcune o.p.a. prossime al lancio da parte di società clienti, avevano speculato con la collaborazione di alcuni complici e avvalendosi di conti segreti su banche estere. La Corte d'Appello del Secondo Circuito basò la condanna dei convenuti sulla violazione, da loro realizzata, del vincolo fiduciario intercorrente tra di essi e il proprio datore di lavoro. Allo stesso modo nel già citato caso Tomè, la condanna di primo grado<sup>46</sup> fu disposta sulla base della *misappropriation theory*. Il finanziere svizzero Tomè, grazie ai buoni rapporti col presidente della *Seagram*, società cui era legato da una *business relationship*, venne a conoscenza dell'intenzione della società di acquisire la *St. Joe's Minerals*. Egli, oltre a compiere in proprio diverse operazioni sui titoli coinvolti, vendette l'informazione al finanziere italiano Leati che gli promise 200.000 dollari nel caso in cui la soffiata si fosse rivelata esatta. L'occasione per la Corte Suprema di esprimersi sulla teoria della *misappropriation* sfumò in questo caso poiché, come sappiamo, la Corte d'Appello, nel confermare la condanna, preferì aderire alla tesi del *temporary insider*<sup>47</sup> di cui alla nota 14 della sentenza della Corte Suprema sul caso Dirks, probabilmente spinta dal timore di vedere altrimenti la condanna riformata in ultimo grado, data l'incertezza che accompagnava la teoria sostenuta nella sentenza impugnata.

La teoria viene ritualmente sottoposta al giudizio della Corte Suprema nel caso Winans-Carpenter<sup>48</sup>. R. Winans, giornalista del «Wall Street Journal», collaborava alla redazione della rubrica «*Heard on the Street*» in cui dava valutazioni circa la redditività di singole azioni reperendo informazioni da fonti pubbliche o intervistando dirigenti e funzionari di società. L'autorevolezza della rubrica era tale da ripercuotersi, con un impatto invero difficilmente quantificabile, sulle quotazioni dei titoli presi in esame e, nonostante il regolamento interno vietasse ai giornalisti di rivelare a terzi o di servirsi in altro modo delle notizie prima della loro pubblicazione, considerando queste ultime quali informa-

---

<sup>45</sup> U.S. v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

<sup>46</sup> S.E.C. v. Tomè, 638 F. Supp. 596 (1986).

<sup>47</sup> S.E.C. v. Tomè, 833 F. 2d, 1087 (1987).

<sup>48</sup> Carpenter v. United States, 108 U.S. 316 (1987).

zioni confidenziali di proprietà del giornale stesso, Winans e i suoi complici, Carpenter e Brant, negoziarono sui titoli interessati anticipando gli effetti che le recensioni del giornalista avrebbero avuto sulle quotazioni. Le sentenze di primo<sup>49</sup> e secondo grado<sup>50</sup> affermarono la responsabilità degli imputati per aver frodato il giornale appropriandosi di informazioni riservate di proprietà dello stesso e procurando alla testata rilevanti danni d'immagine; e la condotta, sebbene il «Journal», vittima della frode, non fosse in alcun modo coinvolto in operazioni sui titoli, fu considerata come avvenuta in connessione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari, in quanto l'intero meccanismo architettato da Winans aveva il solo scopo di speculare sui titoli. Le condanne nei primi due gradi di giudizio furono quindi emesse, aderendo alla *misappropriation theory*, per violazione della *rule 10(b)-5* oltre che per frode postale in violazione dei *mail and wire fraud statutes*, ossia le *sec. 1341 e 1343 del Title 18 dell'United States Code* che disciplinano i reati commessi tramite l'uso della posta o delle telecomunicazioni, poiché la violazione era stata compiuta avvalendosi dei mezzi postali, essendo il giornale distribuito per posta.

Il tanto atteso responso della Corte Suprema sulla teoria elaborata dalla SEC non sarà neanche questa volta risolutivo, la Corte infatti, che come è noto si compone normalmente di nove membri, contava in quel periodo eccezionalmente solo otto giudici, essendo un seggio temporaneamente vacante. La votazione fu paritetica poiché quattro giudici si dichiararono a favore della *misappropriation theory* mentre altri quattro non la condivisero. Orbene, in questi casi di *split decision* non vengono comunicati i nomi dei giudici che hanno aderito all'una o all'altra soluzione e viene confermata la decisione della Corte d'Appello che assume valore di precedente per il circuito ma non quello di precedente vincolante a livello nazionale. La pronuncia della Corte, non risolutiva del contrasto interpretativo sottopostole, appare dettata, più che da un atteggiamento di apertura della stessa nei confronti della ricostruzione della fattispecie in termini di appropriazione indebita, dalla difficoltà del massimo organo giurisdizionale statunitense di compiere una scelta così radicale tra due impostazioni, sostanzialmente antitetiche, che rispecchiano la bipartizione creatasi a tutti i livelli, sociale, politico e dottrinale come abbiamo visto, tra sostenitori di una totale repressione degli abusi informativi e posizioni più permissive.

Solo il Congresso dimostra di avere la forza per dare legittimazione alla *misappropriation theory*, risultando decisivo, nell'indirizzare la disciplina verso una sempre più ampia tutela del mercato e degli investitori, il suo intervento invocato

---

<sup>49</sup> United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (1985).

<sup>50</sup> United States v. Carpenter, 791 F. 2d, 1024 (1986).

con forza da diversi protagonisti del dibattito sull'*insider trading*: «*Nevertheless, Congress still sits. With full appreciation of the advantages of the common law's ad hoc technique, it still seems clear that the 10(b)-5 jurisprudence has developed to the point where it cries out for the kind of phillosophic consistency that only studied legislation can provide*»<sup>51</sup>.

## 7. Interventi Legislativi degli anni Ottanta

Il primo provvedimento legislativo federale esplicitamente finalizzato alla repressione dell'*insider trading* è l'*Insider Trading Sanction Act* del 1984, una legge caratterizzata dall'inasprimento sanzionatorio che realizza sia con l'aumento delle pene già previste sia con l'introduzione di nuove sanzioni. In particolare, tale provvedimento modifica la *section 21(d)* del *Securities Exchange Act* del 1934 abilitando la SEC a comminare, in aggiunta alle penalità già previste, una sanzione amministrativa pecuniaria per un importo fino al triplo del profitto conseguito o della perdita evitata a carico di chiunque, violando una qualsiasi disposizione contenuta nel *Securities Exchange Act* o emanata sulla base di questo, compia operazioni di acquisto o di vendita di valori mobiliari e si trovi in possesso di informazioni rilevanti e non pubbliche: «*While in possession of material non public information*». L'Act emenda anche la *section 21A* prevedendo una *civil penalty* irrogabile dalle Corti nei procedimenti intentati dalla Commissione contro gli stessi soggetti indicati nel comma precedente, sempre nella misura del triplo del profitto illecitamente conseguito o della perdita evitata. Tali importi vengono individuati dalla stessa legge nella differenza tra il prezzo al quale sono stati venduti o acquistati i titoli in occasione delle operazioni censurate e quello registrabile sul mercato una volta trascorso un ragionevole lasso di tempo dalla pubblica divulgazione delle notizie riservate sfruttate dall'*insider* o dal *tippee*: «*The difference between the purchase or sell price of the security and the value of the security as measured by the trading price of the security a reasonable period after public dissemination of the nonpublic information*». L'inasprimento riguarda anche la sanzione penale che viene elevata dai 10.000 dollari originariamente previsti a un massimo di 100.000 dollari.

Il provvedimento del 1984 si limita quindi a irrigidire il trattamento sanzionatorio riservato agli autori di *insider trading*, non apportando alcuna modifica alla *section 10(b)* né risolvendo le molteplici questioni interpretative emerse dall'applicazione della disciplina antifrode ai casi di *insider trading*. È interes-

---

<sup>51</sup> Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, 1985 Supplement, Boston-Toronto 1985, p. 144.

sante notare che anche questa volta il Congresso si astiene dal fornire una definizione legislativa del fenomeno, accogliendo in questo senso le preoccupazioni della stessa SEC in merito alle difficoltà che una tale cristallizzazione positiva delle pratiche vietate avrebbe comportato. Infatti, una definizione rigida, come sarebbe necessariamente quella legislativa, comporterebbe, oltre alle incertezze dovute alla sovrapposizione con le definizioni frutto delle elaborazioni giurisprudenziali, una diminuzione della capacità della Commissione nel perseguire le nuove e imprevedibili forme di abuso informativo escogitabili. L'unica disposizione chiarificatrice introdotta dall'*Insider Trading Sanction Act* del 1984 è la nuova *section 20(d)* del *Securities Exchange Act*, la quale sancisce l'illiceità delle operazioni aventi a oggetto *option* o altri derivati nei casi in cui sarebbe illecito negoziare i titoli sottostanti: «*Wherever communicating, or purchasing or selling a security while in possession of, material nonpublic information would violate, or result in liability to any purchaser or seller of the security under any provisions of this title, or any rule or regulation thereunder, such conduct in connection with a purchase or sale of a put, call, straddle, option, privilege or security-based swap agreement with respect to such security or with respect to a group or index of securities including such security, shall also violate and result in comparable liability to any purchaser or seller of that security under such provision, rule, or regulation*». Si elimina quindi, come già avvenuto in tema di *tender offer*, una comoda e conveniente possibilità di elusione del divieto di *insider trading* offerta dall'incertezza circa l'applicabilità della *rule 10(b)-5* ai *trading* su derivati. Non manca tra i commentatori chi vede già in questa norma un'implicita adesione del Congresso alla teoria dell'appropriazione così come elaborata dalla SEC<sup>52</sup>.

L'adesione risulta in maniera inequivocabile dall'emanazione, nel 1988, dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, provvedimento frutto di un lungo processo normativo che, passando per due proposte della SEC e un disegno di legge elaborato da una Commissione legislativa appositamente istituita e presieduta dal deputato H.L. Pitt, sfocia appunto nell'approvazione del testo definitivo a opera del Congresso nell'ottobre del 1988<sup>53</sup>. L'accoglimento della *misappropriation theory* è realizzato con l'introduzione, ai sensi della *section 5* di tale legge, di una nuova *section 20A* nel *Securities Exchange Act* del 1934, norma che legittima ad agire, per il risarcimento dei danni provocati

---

<sup>52</sup> Galli, *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di "trading" vietata, come definita nel cosiddetto "Testo Unico Draghi"*, in «Giur. Comm.», II, 1998, p. 729.

<sup>53</sup> Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano 1993, p. 95.

dalle condotte vietate, tutti coloro che hanno negoziato i titoli oggetto di *insider trading* in posizione contrattuale opposta e *contemporaneamente* alle operazioni dell'*insider*. Rinviando al successivo paragrafo, relativo alle forme di tutela, l'analisi di tale fondamentale disposizione, preme in questa sede sottolineare come con essa il Legislatore codifichi la *misappropriation theory* riconoscendo la legittimazione al rimedio risarcitorio a prescindere dall'esistenza di un qualsiasi rapporto fiduciario tra chi sfrutta l'informazione e i soggetti danneggiati. Con l'intervento del 1988 si opera inoltre un ulteriore inasprimento sanzionatorio, prevedendo la reclusione fino a dieci anni e la multa fino a un milione di dollari per gli autori di *insider trading*. Viene poi data alla SEC la possibilità di riconoscere una taglia fino al 10% della sanzione pecuniaria inflitta, o dell'importo concordato in caso di patteggiamento, in favore di chi fornisca informazioni utili al raggiungimento di una condanna per *insider trading*. Altra disposizione di particolare interesse risulta essere la *section 3* dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* che inserisce nel *Securities Exchange Act* la *section 21A(b)* ai sensi della quale la SEC è legittimata a esercitare un'azione civile anche nei confronti delle cosiddette *controlling persons* di chi sia riconosciuto colpevole di *insider trading*. Si prevede, infatti, che coloro i quali, al momento della violazione, direttamente o indirettamente controllavano la persona che ha commesso la violazione, rispondano per un importo fino al triplo dell'illecito profitto, o della perdita evitata, qualora emerga che essi fossero a conoscenza o avessero negligenemente trascurato (*knowingly or recklessly*) il fatto che il soggetto sottoposto a controllo stesse compiendo la violazione, e avessero omesso di adottare le opportune misure per prevenire tali atti prima del loro compimento.

Appare quindi nel complesso chiara l'intenzione del Congresso statunitense di condannare fermamente ogni pratica di abuso informativo nell'ambito del mercato mobiliare, sottoponendo il fenomeno dell'*insider trading* a un rigidissimo sistema repressivo e apprestando un'ampia tutela degli investitori rispetto alle speculazioni basate su informazioni privilegiate. Continua tuttavia a mancare, anche dopo l'emanazione dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, una definizione positiva dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate, nonostante nelle proposte di legge avanzate dalla SEC e dalla commissione parlamentare si prevedesse questa volta una tale indicazione<sup>54</sup>. Attenta dottrina sottolinea come tale mancanza sia per certi versi collegata alle scelte di inasprimento sanzionatorio effettuate, scorgendo in tale politica la

---

<sup>54</sup> Ivi, p. 39.

ricerca di un effetto deterrente verso un fenomeno di così difficile definizione quale l'*insider trading*<sup>55</sup>.

## 8. Il caso O'Hagan

Il definitivo accoglimento della *misappropriation theory* da parte della Corte Suprema si realizza dopo quasi un decennio dalla codificazione di tale teoria a opera del Congresso. L'ultima fondamentale decisione sul tema dell'*insider trading* è infatti quella adottata dai Giudici di Washington D.C. sul caso O'Hagan nel 1997<sup>56</sup>, nel quale veniva contestata all'avvocato James Herman O'Hagan la violazione di una serie di disposizioni, tra cui in particolare la *section 10(b)* e la *rule 10(b)-5*, nonché la *section 14(e)* e la *rule 14(e)-3*, per aver egli compiuto una serie di transazioni sul mercato mobiliare sfruttando illecitamente informazioni privilegiate. L'imputato, *partner* dello studio legale Dorsey & Whitney di Minneapolis, era venuto a conoscenza, pur non occupandosi direttamente della pratica, dell'imminente lancio di una *tender offer* sui titoli della locale *Pillsbury Company* a opera della società londinese *Grand Met*, la quale si era per l'occasione affidata alla suddetta *Law Firm* per essere assistita nell'operazione. In virtù di tale informazione, il legale acquistò a più riprese azioni e *call option* della società *target* e ottenne, rivendendo tali titoli in seguito al pubblico annuncio dell'offerta, un profitto superiore ai 4 milioni di dollari grazie al notevole incremento di valore delle *securities* che il lancio dell'o.p.a. comportò.

La pesante condanna di primo grado (41 mesi di reclusione, radiazione dall'albo degli avvocati e *civil penalty* di 7,6 milioni di dollari) venne riformata nel giudizio d'impugnazione, quando la Corte d'Appello dell'*Eight Circuit* prosciolsse l'imputato disconoscendo sia la teoria dell'appropriazione indebita sia la legittimità della *rule 14(e)-3*. La decisione di secondo grado<sup>57</sup> sul caso O'Hagan si aggiungeva, citandola in diversi passaggi, alla sentenza emessa dalla Corte d'Appello del *Fourth Circuit* in merito al caso Bryan<sup>58</sup>, nella quale già si metteva in discussione la *misappropriation theory*. Si profilava quindi uno *split between the Circuits*, ossia una frattura fra le Corti d'Appello, in considerazione del fatto che gli altri Circuiti avevano fatto propria la teoria originariamente elaborata dalla

---

<sup>55</sup> Casella, *Alcune osservazioni...*, cit., p. 828.

<sup>56</sup> United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

<sup>57</sup> United States v. O'Hagan, 92 F 3d 612 (8th Cir. 1996).

<sup>58</sup> United States v. Bryan, 58 F 3d 933 (4th Cir. 1995).

SEC, seguendo l'esempio offerto dal *Second Circuit* e dalla *District Court* di New York, da sempre particolarmente sensibili alle politiche repressive dell'*insider trading* perseguite dalla Commissione. Fu tale contrasto quindi a spingere la *Supreme Court* ad accogliere il ricorso proposto dalla pubblica accusa. Com'è noto questo istituto, nel sistema di *common law*, riconosce alle Corti superiori il potere discrezionale di avocare a sé un giudizio pendente davanti a una Corte inferiore per risolvere questioni di diritto affrontate in tale contesto e annullare la decisione dei primi Giudici qualora riscontri errori nell'interpretazione, e quindi nell'applicazione, delle norme da parte di questi ultimi, rinviando a essi la causa per una nuova definizione del giudizio in maniera conforme all'interpretazione ritenuta corretta dalla Corte superiore.

I Giudici di ultima istanza riconobbero definitivamente in questa occasione la validità della *misappropriation theory* nonché la legittimità del potere della SEC di emanare, in base alla *section 14(e)*, la *rule 14(e)-3*. L'opinione della maggioranza fu espressa dal Giudice Ginsburg, il quale evidenziò come la teoria dell'appropriazione indebita, intesa come frode nei confronti della fonte da parte di chi si avvalga, nell'ambito di negoziazioni borsistiche, di un'informazione ricevuta in via confidenziale senza comunicare tale utilizzo alla fonte stessa, fosse da ritenersi conforme alla struttura della *rule 10(b)-5*. In particolare si ritenne sussistere nella ricostruzione della teoria sia il requisito della *deception* che quello della *connection*, considerati invece non adeguatamente soddisfatti dalla *misappropriation theory* a giudizio della Corte d'Appello. Col primo di tali elementi si intende il comportamento ingannevole del soggetto agente consistente in una falsa o omessa dichiarazione; l'equivoco nella sentenza di secondo grado consisteva nell'interpretare tale condotta fraudolenta come necessariamente rivolta nei confronti delle controparti dalle quali chi opera acquista, o alle quali vende a seconda dei casi, i titoli cui l'informazione si riferisce. In realtà la frode può realizzarsi anche a discapito di un soggetto diverso, ossia nello specifico il soggetto da cui si è ricevuta la notizia *price sensitivity*, ecco quindi che l'illecito si configura quale *fraud on the source*, frode alla fonte appunto, e il comportamento del *misappropriator* è dunque da ritenersi ingannevole.

In merito poi alla «*connection with the purchase or sale of any security*» richiesta dal dettato normativo della *rule 10(b)-5*, la Corte Suprema chiarisce che questa deve ritenersi esistente in tutti i casi in cui l'informazione sia utilizzata nell'effettuazione di negoziazioni di titoli, non essendo pertanto necessaria la coincidenza tra il soggetto vittima della frode, la fonte, e quello che subisce il danno, la controparte.

Infine, i Giudici di Washington D.C. rassicurano per così dire i colleghi dell'*Eight Circuit* circa le preoccupazioni da questi espresse in merito alla

certezza del diritto che vedevano minata dall'accoglimento della *misappropriation theory*. La Corte d'Appello aveva infatti precisato che una condanna penale a carico di O'Hagan si sarebbe in definitiva basata su sole considerazioni etiche e morali, uniche a fondare, nella ricostruzione effettuata in quella sede, la teoria proposta dalla SEC, teoria che, sempre nel giudizio dei Giudici d'Appello, risulta carente rispetto agli elementi della fattispecie normativamente richiesti. La certezza del diritto è invece assicurata, nell'opinione della Corte Suprema, dalla necessaria presenza dei due requisiti comunque richiesti dall'ordinamento, vale a dire l'elemento psicologico che deve accompagnare la condotta nei termini di volontarietà della violazione definita *scienter*, cui deve aggiungersi l'impossibilità per l'imputato di dimostrare il fatto che al momento della violazione stessa non fosse a conoscenza della *rule 10(b)-5*. Il principio per cui l'ignoranza della norma scusa, ed evita quindi la pena detentiva in caso di violazione di una qualsiasi disposizione contenuta nel, o emanata in base al, *Securities Exchange Act* del 1934, compare come clausola di chiusura della *section 32(a)* dello stesso *Act* relativa alle sanzioni: «[...] *but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation*».

Nel giudizio di rinvio, conseguente all'annullamento della sentenza d'appello a opera della *Supreme Court*, i giudici dell'Ottavo Circuito hanno confermato, senza replicare in alcun modo alla decisione dei Giudici di legittimità, la condanna dell'avvocato O'Hagan già pronunciata in primo grado dalla *District Court* del Minnesota.

Sembra quindi essersi definitivamente stabilizzato, con la sentenza in discorso, il sistema repressivo dell'*insider trading*, illecito oggi configurabile, oltre che nei termini della tradizionale teoria fiduciaria, anche secondo l'alternativa impostazione offerta dalla *misappropriation theory* la cui validità, dopo essere stata accolta dal Legislatore, viene riconosciuta, una volta per tutte, anche in via giurisprudenziale nella decisione sul caso O'Hagan, ricevendo l'avallo della Corte Suprema che si era a lungo dimostrata incerta circa la solidità di tale tesi.

La responsabilità per *insider trading* è stata ulteriormente aggravata, anche se incidentalmente, dal *Sarbanes Oxley Act* del 2002 che ha in generale aggravato le sanzioni per i reati finanziari, aumentato i termini per proporre le azioni civili e potenziato l'*enforcement* della SEC. Vedremo nel prosieguo i risvolti di tali modifiche sulla disciplina dell'*insider trading*.

## 9. I danni provocati dall'*insider trading*

Da tempo la dottrina<sup>59</sup> ha individuato tre principali tipologie di danni provocati dall'attività di *insider trading*: i danni patiti dalla società emittente i titoli coinvolti, i danni subiti dagli investitori e i danni arrecati al mercato nel suo complesso.

Proprio quest'ultima categoria di pregiudizi giustifica nei moderni ordinamenti, e in quello statunitense in particolare, la previsione di una disciplina repressiva dell'*insider trading* sul piano amministrativo-penalistico, e ha spinto il sistema americano ad apprestare, quantomeno in origine, forme di *enforcement* di stampo prevalentemente pubblicistico.

L'efficienza del mercato necessita infatti inevitabilmente di un'adeguata circolazione delle informazioni, che garantisca la capacità dei prezzi di rispecchiare le reali condizioni in cui versano le imprese. Risulta quindi fondamentale la più ampia divulgazione delle informazioni capaci di influire sull'andamento dei titoli, tanto che viene individuato in capo al pubblico degli investitori un vero e proprio diritto a una tempestiva *disclosure*<sup>60</sup>, diritto certamente violato nei casi di *insider trading*. Infatti, se il fenomeno non fosse vietato, gli *insider* sarebbero incentivati a ritardare la divulgazione delle informazioni rilevanti di cui siano in possesso, così da poter ottenere il massimo profitto dalla propria posizione di vantaggio informativo. Tali comportamenti comprometterebbero quindi il corretto funzionamento dei meccanismi di mercato rendendo lo stesso inefficiente.

Ulteriori effetti negativi prodotti sul mercato dall'*insider trading* consistono nel cosiddetto "effetto fuga" o "effetto sfiducia", nell'aumento dei costi di transazione e nella disincentivazione delle attività di ricerca.

L'effetto fuga consiste nella circostanza per la quale gli investitori vengono scoraggiati dalla consapevolezza di contrattare con controparti potenzialmente meglio informate e scelgono quindi forme di investimento diverse dal mercato finanziario.

L'*insider trading* è stato tra l'altro definito come "tassa implicita"<sup>61</sup>, in considerazione dell'aumento dei costi di transazione che può comportare; il rischio di negoziare con *insider* spingerebbe infatti i *market makers* a tutelarsi attraverso un aumento del *bid-ask spread*, ossia il differenziale tra il prezzo a cui acquistano e

---

<sup>59</sup> Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p. 265 e ss.

<sup>60</sup> *Ivi*, p. 268.

<sup>61</sup> Carbone, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aggiornamento vol. II, Milano 1998, p. 422.

quello a cui vendono lo stesso titolo, così trasferendo sull'intera comunità degli investitori i rischi di una possibile informazione incompleta.

Infine, in via indiretta, la diffusione di abusi delle informazioni costituirebbe un disincentivo all'investimento di risorse nell'attività di analisi finanziaria, poiché l'utilizzo dell'informazione a opera dell'*insider* non è il risultato di investimenti e studi finalizzati alla creazione dell'informazione, ma si sostanzia in uno sfruttamento delle conoscenze acquisite in ragione della posizione occupata all'interno della società. Tale uso gratuito delle informazioni da parte degli *insider* produrrebbe uno stimolo per gli altri operatori a percorrere vie altrettanto non onerose per procacciarsi le notizie, fino a cadere in ulteriori illeciti quali la corruzione, il furto o lo spionaggio<sup>62</sup>.

Da queste considerazioni si comprende perché le informazioni rilevanti debbano considerarsi come destinate al mercato, e che pertanto l'*insider trading* è innanzitutto un fenomeno produttore di un danno pubblico. Si spiegano così la predisposizione di una disciplina prevalentemente pubblicistica e l'affidamento a un'autorità pubblica, la SEC, del ruolo propulsivo nelle dinamiche repressive del fenomeno.

Un soggetto danneggiato dall'attività dell'*insider* è certamente la società emittente, la quale subisce, oltre a diretti effetti patrimoniali variabili caso per caso (si pensi alle ipotesi di o.p.a. in cui le negoziazioni anticipate dell'*insider* aumentano i costi delle acquisizioni), anche danni indiretti in termini di aumento dei costi di finanziamento. Infatti, il riscontro di attività di *insider trading* suscita diffidenza negli investitori verso i titoli emessi dalla società i cui *insider* hanno speculato sulla base di informazioni privilegiate, rendendo così più difficile per la società stessa l'accesso al capitale di investimento<sup>63</sup>. D'altronde la repressione del fenomeno è sorta, precedentemente all'emanazione delle leggi federali in materia di mercati finanziari, proprio in ragione della violazione da parte del *management* dei propri doveri fiduciari verso la società, prima, e i suoi azionisti, dopo. Il divieto di sfruttare a proprio vantaggio le informazioni acquisite nel corso dell'attività svolta in favore della società è infatti parte di quel *duty of loyalty* che lega i *manager* alla stessa società<sup>64</sup>. I danni patrimoniali, quanto meno in termini di danni all'immagine o alla reputazione, che subisce la società sono di tutta evidenza. Il problema si pone circa la quantificazione degli stessi e in merito ai rimedi attuabili.

---

<sup>62</sup> *Ibidem*.

<sup>63</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, New York 2010, p. 30.

<sup>64</sup> Clark, *Corporate Law*, cit., p. 284.

Infine, le negoziazioni dell'*insider* recano pregiudizio ai singoli investitori. È innanzitutto da escludersi la validità di quelle teorie efficientiste che non ritengono gli investitori danneggiati, perché gli stessi avrebbero comunque negoziato e anzi ottengono condizioni più favorevoli dalla presenza di *insider trading*, posto che l'*insider* acquista a un prezzo più alto, o vende a uno più basso, di quello in corso<sup>65</sup>. L'ovvia replica è rinvenibile nella circostanza per cui chi ha scambiato con l'*insider* avrebbe comunque scambiato, è vero, ma l'avrebbe fatto a condizioni ancor più vantaggiose se fosse stato a conoscenza di quelle informazioni, capaci appunto di far variare il valore dei titoli, disponibili per il solo *insider*. Infatti, proprio la convinzione che i prezzi offerti dall'*insider* siano i migliori ottenibili rappresenta un forte incentivo psicologico per gli ignari investitori a operare a quelle condizioni che in realtà non rispecchiano il giusto valore del titolo<sup>66</sup>. Quindi si può indubbiamente affermare che le controparti dell'*insider* subiscano un danno dalla condotta di quest'ultimo.

Oltre a chi scambia con l'*insider* vi è un'ulteriore categoria di investitori danneggiati dall'abuso dell'informazione privilegiata, ossia tutti coloro i quali hanno negoziato nel senso opposto a quello dell'*insider* nel periodo in cui costui ha operato. Ciò avviene per la presenza dei cosiddetti *decoder*, ossia quei soggetti che riuscendo a interpretare, o decodificare per l'appunto, l'attività dell'*insider* la imitano, inducendo così un numero sempre più ampio di investitori a negoziare senza conoscere il reale valore dei titoli che scambiano. È bene sottolineare che l'attività dei *decoder* è lecita, in quanto frutto di un'attenta analisi del mercato e dell'andamento del titolo, il danno che si produce in virtù delle operazioni di questi è il risultato comunque dell'abuso dell'*insider* il quale scatena, con il proprio illecito, un vero e proprio effetto domino.

In conclusione, se gli effetti negativi prodotti dall'*insider trading* sono molteplici ed eterogenei, l'ordinamento statunitense ha offerto per ognuno di essi diversi e più o meno soddisfacenti rimedi, parallelamente all'evoluzione della repressione del fenomeno precedentemente illustrata.

## 10. Le azioni civili della SEC

Nella propria "guerra" contro l'*insider trading*, la SEC ha utilizzato con vigore l'intero arsenale dei poteri di *enforcement* di cui dispone<sup>67</sup>. Questi, notevolmente

---

<sup>65</sup> Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966.

<sup>66</sup> Clark, *Corporate Law*, cit., p. 267.

<sup>67</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, New York 2010, p. 610 e ss.

ampliati dal cosiddetto *Remedies Act*<sup>68</sup> del 1990 e dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, consistono principalmente in sanzioni, sia di carattere amministrativo sia di stampo civilistico. Riguardo questi ultimi, i rimedi, i più ricorrenti, sono: *injunction*, *disgorgement*, *civil monetary penalties* e *officer and director bars*.

## 11. *Injunction*

L'*injunction* consiste in un ordine, temporaneo o permanente, emesso dalle Corti federali su richiesta della SEC, con il quale si proibisce, ai soggetti cui è contestata una violazione delle norme in materia di mercati e strumenti finanziari, di compiere future e ulteriori violazioni delle *federal securities laws*. La violazione di tale ordine è punita con le pene previste per il reato di oltraggio alla Corte, che vanno dalla multa, con aumento progressivo, fino all'estremo della detenzione.

Ai sensi della *section 21(d)(1)* del *Securities Exchange Act*, la Commissione può ottenere l'emanazione di tale rimedio, a carico di chi stia compiendo o sia in procinto di compiere una violazione delle leggi in materia finanziaria, senza essere tenuta a dimostrare il rischio di un irreparabile pregiudizio o l'impossibilità di utilizzare altro rimedio, dovendo solamente provare il *proper showing*. Tale requisito, richiesto dal dettato normativo, è inteso dalle Corti come la prova da parte della SEC di poter prevalere, con ogni probabilità, nel successivo giudizio di merito, unitamente a un'adeguata documentazione circa le violazioni contestate e il rischio di una reiterazione degli illeciti a opera del convenuto. Sul requisito del rischio di reiterazione si è registrato un irrigidimento delle Corti federali a seguito dell'intervento della Corte Suprema sul caso Aron<sup>69</sup>, occasione nella quale i Giudici di Washington hanno chiarito che la concessione della *injunction* non può fondarsi esclusivamente su di una precedente violazione colposa della *rule 10(b)-5*, per quanto qui interessa, essendo invece necessaria la presenza di ulteriori elementi. Questi vengono individuati dalla giurisprudenza successiva in: esistenza di precedenti condanne; grado di consapevolezza palesato dal convenuto nel caso di specie; sincerità delle sue assicurazioni circa l'astensione da future violazioni; carattere isolato o ricorrente dell'infrazione; ammissione da parte del convenuto del carattere illecito della propria condotta; probabilità che egli possa incorrere in future infrazioni a causa della sua par-

---

<sup>68</sup> Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990.

<sup>69</sup> Aron v. S.E.C., 446 U.S. 680 (1980).

ticolare occupazione professionale<sup>70</sup>. L'attenzione sul grado di intenzionalità della violazione e sul ricorrere degli altri elementi di cui sopra è necessaria per evitare di snaturare l'istituto, la cui funzione non è punitiva ma consiste nello scongiurare future condotte illecite<sup>71</sup>.

In ogni caso la conferma, nel corso del giudizio di merito, degli elementi fondanti il provvedimento comporta la definitività dello stesso, il cosiddetto *permanent injunction*.

## 12. *Disgorgement*

Attraverso il *disgorgement* la SEC tende a ottenere la restituzione dei profitti illecitamente conseguiti dall'*insider*; la concessione di tale rimedio rientra nei poteri equitativi delle Corti federali e, dopo essersi consolidato nella prassi giurisprudenziale, ha trovato implicito riconoscimento nel *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 e nel *Sarbanes-Oxley Act* del 2002. In entrambi i provvedimenti, infatti, si menziona il *disgorgement* riconoscendo quindi la validità del rimedio di *equity*<sup>72</sup>. È da escludersi la natura punitiva di tale istituto, essendo lo stesso diretto a ristabilire lo *status quo* precedente alla violazione, riportando il trasgressore nella situazione in cui si sarebbe trovato in assenza della condotta illecita. Nella stessa prospettiva va letta la condanna al pagamento degli interessi sulle somme da restituire che siano maturati nel periodo intercorso tra il giorno della violazione e quello in cui si conclude il giudizio, i cosiddetti *prejudgment interests*, nella determinazione dei quali le Corti godono di ampia discrezionalità, non potendo la propria decisione essere riformata se non in caso di abuso<sup>73</sup>.

Al convenuto si addossa, quindi, tanto l'onere della prova circa l'inesattezza delle somme indicate, quanto il rischio derivante dall'incertezza dell'ammontare dei guadagni illeciti<sup>74</sup>.

Dalla non configurabilità del *disgorgement* quale rimedio afflittivo, la giurisprudenza ha tratto argomenti per stabilire che non si ha diritto al giudizio di una giuria nelle azioni promosse dalla SEC per il recupero dei profitti illeciti e che le somme restituite non possono essere detratte dall'ammontare delle san-

---

<sup>70</sup> Stella, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 157.

<sup>71</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 647, ove è anche un'approfondita analisi dei casi in cui il rimedio è stato negato per carenza dei requisiti richiesti.

<sup>72</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 653.

<sup>73</sup> S.E.C. v. Sargent, 329 F.3d 34, 40-41 (1st Cir. 2003).

<sup>74</sup> S.E.C. v. First City. Fin. Corp., Ltd., 890 F.2d 1215 (D.C. Circ. 1989).

zioni civili o penali inflitte all'autore. E ancora, in considerazione del fatto che il provvedimento in questione non consiste né in una multa, né in una sanzione, né in una confisca, è stato ritenuto a esso inapplicabile il termine di decadenza di cinque anni dal compimento della violazione, previsto dalla *section 2642*, 28 U.S.C., Part IV, Chapter 163, per la richiesta di tali provvedimenti afflittivi quando non specificatamente disposto<sup>75</sup>.

### 13. *Civil monetary penalties*

Di natura punitiva sono certamente le *civil monetary (o money) penalties* regolate nella *section 21A* del *Securities Exchange Act* del 1934 e introdotte, come detto, dal Legislatore federale, con gli interventi del 1984 e del 1988, per offrire un efficace deterrente contro l'*insider trading*. In virtù di tale previsione, la SEC può chiedere alle Corti la condanna degli autori di abusi informativi al pagamento in favore della stessa di *civil penalties* per un importo fino al triplo dei profitti conseguiti o delle perdite evitate per mezzo dell'illecito. Lo stesso provvedimento può essere richiesto contro le cosiddette *controlling person* sempre per una cifra fino al triplo dei profitti conseguiti o delle perdite evitate e comunque per un massimo di un milione di dollari, secondo l'originaria previsione, oggi corretto in ragione dell'inflazione a un milione e quattrocentotocinquemila dollari. L'ammontare del rimedio è determinato dalle Corti, secondo quanto espressamente previsto dalla norma al comma (a)(2), tenendo in considerazione le specifiche peculiarità del caso concreto: «*in light of the facts and circumstances*». La norma indica anche, al comma (e), i parametri per la determinazione dei profitti realizzati o le perdite evitate: «*For purposes of this section, profit gained or loss avoided is the difference between the purchase or sale price of the security and the value of that security as measured by the trading price of the security a reasonable period after public dissemination of the nonpublic information*».

Il pagamento della somma a cui si è condannati deve essere effettuato in favore del Dipartimento del Tesoro, tuttavia la *section 308* del *Sarbanes-Oxley Act* autorizza la SEC a costituire un fondo, il *Fair Fund*, destinato a compensare le vittime delle frodi societarie. In tale fondo possono confluire sia le somme recuperate a titolo di *disgorgement* sia, su richiesta della stessa Commissione, quelle dovute a titolo di sanzione civilistica quando comminate unitamente all'ordine di restituzione: «*If in any judicial or administrative action brought by*

---

<sup>75</sup> S.E.C. v. Patel, 61 F3d 137 (2d Cir. 1995).

*the Commission under the securities laws (as such term is defined in section 3(a)(47)) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(47)) the Commission obtains an order requiring disgorgement against any person for a violation of such laws or the rules or regulations thereunder, or such person agrees in settlement of any such action to such disgorgement, and the Commission also obtains pursuant to such laws a civil penalty against such person, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of the disgorgement fund for the benefit of the victims of such violation».* La stessa destinazione può essere impressa alle somme pattuite in sede di transazione tra la SEC e il convenuto. Il Congresso affianca quindi alla tipica funzione di deterrenza propria delle *civil penalties* un ulteriore scopo di compensazione degli investitori nell'ottica di un'eliminazione di ogni effetto pregiudizievole provocato dall'*insider trading*.

In merito ai fatti e alle circostanze da considerare nella determinazione dell'*an* e del *quantum* delle sanzioni, le Corti hanno definito una serie di fattori ritenuti rilevanti in assenza di specifiche indicazioni legislative sul punto. Si ha riguardo all'eccessività della violazione, alla sua natura isolata o ricorrente, alla situazione finanziaria del convenuto, alla circostanza che lo stesso abbia occultato le proprie operazioni, alle altre penalità derivanti dalla condotta e al fatto che il convenuto sia professionalmente coinvolto nell'ambito finanziario<sup>76</sup>.

#### 14. *Officer and director bars*

Con l'*officer and director bars* infine, le Corti federali possono vietare, incondizionatamente o meno, in modo perpetuo oppure per un tempo indeterminato, a qualsiasi persona che abbia violato le *fraud provision*, ossia la *section 17(a)* del *Securities Act*, la *section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e le norme regolamentari che su di esse si fondano, di ricoprire la carica di dirigente o amministratore di una società che abbia una classe di azioni registrata ai sensi della *section 12* o a cui sia richiesto il deposito presso la SEC di documenti e relazioni ai sensi della *section 15(d)*, qualora la condotta di tale soggetto denoti una sostanziale inidoneità a rivestire le suddette cariche.

La possibilità per la Commissione di richiedere tale rimedio è stata esplicitamente prevista dal cosiddetto *Remedies Act* del 1990<sup>77</sup>, che modificando la *section 20(e)* e la *section 21(d)(2)*, rispettivamente del *Securities Act* e del *Secu-*

---

<sup>76</sup> S.E.C. v. Sargent, 329 F.3d 34, 40-41 (1st Cir. 2003).

<sup>77</sup> Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990.

*rities Exchange Act*, ha così accolto in ambito legislativo una prassi già diffusasi nella pratica giudiziaria<sup>78</sup>, esprimendo l'intento del Legislatore di scongiurare il ripetersi delle violazioni e tutelare gli investitori attraverso il potenziamento dell'attività di *enforcement* della SEC.

I maggiori dubbi nell'applicazione delle nuove disposizioni riguardarono l'elemento della sostanziale inidoneità del convenuto a ricoprire la carica di dirigente o amministratore di una *publicly held company*. Non essendoci precedenti giurisprudenziali in proposito, nel caso Shah<sup>79</sup> si decise di adottare il *test* elaborato dal prof. Barnard<sup>80</sup> che imponeva alla Commissione di dimostrare sei fattori da cui si potesse evincere tale requisito: il carattere della violazione sottostante, lo *status* di trasgressore recidivo del convenuto, il ruolo o la posizione dello stesso al tempo della frode, il suo grado di consapevolezza, l'interesse economico del convenuto nel commettere la frode e infine la probabilità che la condotta si ripeta. Tale *test* divenne il parametro per la giurisprudenza successiva nella valutazione dell'opportunità di adottare il rimedio<sup>81</sup>. La rigidità di tali oneri probatori ha suscitato le proteste della SEC che sono state accolte dal Congresso nella riforma dell'istituto operata in occasione dello *Sarbanes-Oxley Act*. Il provvedimento del 2002, oltre ad aver previsto che la Commissione possa richiedere l'*officer and director bar* anche nell'ambito di un procedimento amministrativo e non più solo in quelli civilistici come originariamente stabilito, ha emendato, con la propria *section 305(a)*, la *section 21(d)(2)* che oggi richiede semplicemente che il convenuto sia *unfit*, e non più *subsantially unfit*, ossia inidoneo ad amministrare o dirigere una società quotata. La modifica ha quindi attenuato l'onere probatorio gravante sulla SEC nel richiedere il rimedio, così come dimostrato dalla maggiore frequenza con cui attualmente lo stesso viene applicato<sup>82</sup>.

Dal complesso delle disposizioni appena esaminate si evince la determinazione con la quale le istituzioni statunitensi tendono a garantire la massima tutela dell'integrità del mercato nel suo complesso adoperando nella repressione dell'*insider trading* istituti di matrice civilistica accanto ai rimedi più spiccatamente penalistici o comunque pubblicistici.

---

<sup>78</sup> S.E.C. v. San Saba Nu-Tech, Inc., S.E.C. Litig. Rel. n. 10,531,31, S.E.C. Docket 510, 1984 WL470912 (D.D.C. Sept. 19, 1984).

<sup>79</sup> S.E.C. v. Shah, [1994-1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,374 (S.D.N.Y.).

<sup>80</sup> Barnard, *When Is a Corporate Executive "Substantially Unfit to Serve"?*, in «70 N.C.L. Rev.», 1992, p. 1489.

<sup>81</sup> S.E.C. v. Patel, 61 F3d 137 (2d Cir. 1995).

<sup>82</sup> Stella, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 178.

## 15. Il ruolo dell'emittente

Abbiamo visto come il divieto di *insider trading* sia sorto nel diritto statunitense proprio in considerazione degli obblighi fiduciari dovuti dal *management* innanzitutto nei confronti della società e di riflesso verso gli azionisti della stessa. Questa l'essenza della teoria degli *special facts* coniata dalla giurisprudenza per regolare il fenomeno in assenza di dati normativi sul tema<sup>83</sup>.

Nella stessa prospettiva di tutela degli interessi sociali si mosse il Legislatore federale nel primo intervento in materia, prevedendo con la *section 16(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 un'azione civile, in capo alla società e in nome e per conto di essa in capo ai singoli azionisti, per il recupero dei cosiddetti *short-swing profits*. Sappiamo dello scarso successo avuto dalla norma per via della sua eccezionalità e rigidità, tuttavia la stessa è significativa per il giudizio del Congresso circa l'abuso di informazioni privilegiate quali: «Flagrante tradimento dei propri doveri fiduciari da parte di direttori e di funzionari di società»<sup>84</sup> nonché «da parte di grandi azionisti».

Anche l'applicazione della *rule 10(b)-5* è stata influenzata nella sua storia dal riferimento al dovere fiduciario dell'*insider* verso la società; emblematica di tale influenza è certamente la teoria fiduciaria che ha guidato la Corte Suprema nelle sue decisioni sui casi Chiarella<sup>85</sup> e Dirks<sup>86</sup>.

Sempre con riferimento alla violazione di vincoli fiduciari, in questo caso verso il proprio datore di lavoro che non è necessariamente l'emittente dei titoli oggetto di negoziazione, si articola la teoria della *misappropriation* oggi accettata anche dai Giudici di Washington<sup>87</sup>.

Tuttavia, nessuna norma federale si occupa dei danni subiti dalle società, mentre l'attenzione del Congresso si è focalizzata, come vedremo, sulla tutela degli investitori. La questione è quindi demandata alle varie discipline statali che regolano i rapporti fiduciari intercorrenti tra il *management* e le società. Nel vasto panorama giurisprudenziale in tema di azioni civili promosse dalle società emittenti contro chi abbia compiuto operazioni di *insider trading* sui

---

<sup>83</sup> Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).

<sup>84</sup> Stock Exchange Practice, Report of Committee on Banking & Currency, Senate Report N. 1455, 73d Congress, 2d Session, p. 55(1934), riportato e tradotto in Casella, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in «Giur. Comm.», III, 1989, pp. 796, 800.

<sup>85</sup> United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>86</sup> Dirks v. S.E.C., 463 U.S. 646 (1983).

<sup>87</sup> United States v. O'HAGAN, 521 U.S. 642 (1997).

propri titoli, la pronuncia più significativa è quella della *New York Court of Appeals* sul caso *Diamond*<sup>88</sup>.

In tale occasione, la Corte statale riconobbe la legittimazione della società ad agire per la violazione del dovere fiduciario cui sono tenuti, nei suoi confronti, i dirigenti e gli amministratori, assegnando a tale istituto processuale una funzione non solo riparatoria ma anche preventiva rispetto a un ingiusto arricchimento risultante dall'utilizzo di informazioni *inside*. Si evidenziò inoltre che l'emersione di abusi informativi all'interno di una società arreca certamente pregiudizio alla reputazione della stessa, la circostanza infatti, nelle parole della Corte, può: «*Cast a cloud on the corporation's name, injure stockholder relations and undermine public regard for the corporation's securities*»<sup>89</sup>. La Corte infine rileva come tale rimedio statale risulti necessario alla luce della mancata previsione di un adeguato mezzo di tutela degli interessi societari nella disciplina federale.

La validità di questa imposizione è stata confermata dal riferimento alla sentenza *Diamond* nelle fondamentali decisioni della *Supreme Court* sui casi *Winans-Carpenter*<sup>90</sup> e *O'Hagan*<sup>91</sup> nonché dal suo accoglimento nella legislazione dello Stato della California. Nel 1988 viene infatti introdotta nel *California Corporations Code* la *section 25502.5* che riconosce espressamente la legittimazione delle emittenti ad agire contro l'*insider* che negozi sulla base di informazioni privilegiate.

La portata del diritto d'azione riconosciuto alle società è stata tuttavia ridimensionata dai *Principles of Corporate Governance* elaborati dall'*American Law Institute* nel 1994, i cosiddetti *ALI Principles*, che con la *section 5.04* ne hanno subordinato l'esperibilità all'assenza del proponimento di altre azioni, ai sensi della disciplina federale o statale, da parte di altri danneggiati.

In altri Stati non viene invece riconosciuta la legittimazione dell'emittente ad agire contro i propri *insiders*, così ad esempio in Florida, Indiana, Ohio e Texas<sup>92</sup>.

Il panorama della tutela risarcitoria in favore degli interessi societari negli Stati Uniti appare quindi notevolmente eterogeneo, risultando la questione del tutto marginale rispetto alla tutela degli investitori, sulla quale si sono maggiormente concentrati gli sforzi della dottrina e delle istituzioni federali<sup>93</sup>.

---

<sup>88</sup> *Diamond v. Oreamuno*, 24 N.Y. 2D 494, 301 N.Y.S.2d 78, 248 N.E. 2d 910 (1969).

<sup>89</sup> *Ivi*, pp. 499, 912.

<sup>90</sup> *Carpenter v. United States*, 108 U.S. 316 (1987).

<sup>91</sup> *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 655 (1997).

<sup>92</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., pp. 1056 e ss.

<sup>93</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 40.

## 16. *L'implied right of action* per violazione della rule 10(b)-5

Abbiamo visto come la Corte d'Appello del *Second Circuit*, nel caso *Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>94</sup>, fonda il *disclose or abstain duty* sulle teorie del *market egalitarianism* e della *parity of information*, stabilendo che chi sia in possesso di informazioni privilegiate è tenuto a tale obbligo verso «*the investing public*»<sup>95</sup>. Il riconoscimento del diritto alla parità d'informazione in favore di tutti coloro che operano nei mercati finanziari può fondare la convinzione che tali soggetti siano legittimati ad agire civilmente contro chi si sia reso autore di abusi informativi. In tal senso è stata letta<sup>96</sup> la prima fondamentale decisione della medesima Corte in tema di tutela risarcitoria degli investitori privati emessa nel caso *Shapiro*<sup>97</sup>. Nell'occasione si riconobbe la responsabilità dell'*insider* per i danni patiti da tutti coloro che avevano acquistato i titoli coinvolti «*during the same period*»<sup>98</sup>, ossia da quando erano iniziate le vendite illecite dell'*insider* fino alla divulgazione delle notizie riservate.

La tematica dell'*implied right of action* per violazione della *rule 10(b)-5* è stata spesso affrontata dalle Corti federali in una continua evoluzione giurisprudenziale che si è sviluppata in parallelo con la definizione del divieto di *insider trading*, subendo l'influenza delle diverse teorie su cui tale divieto è stato fondato.

Così già nel 1976 venne contestata la validità dell'impostazione impressa dal Secondo Circuito alla questione. Nella decisione del Sesto Circuito sul caso *Fridrich*<sup>99</sup> si evidenziò come il pregiudizio al singolo investitore derivi dalla negoziazione effettuata dall'*insider* in posizione di vantaggio informativo e non dal mero silenzio, infatti: «*If the insider does not trade, he has an absolute right to keep material information secret*»<sup>100</sup>. Non venne condivisa quindi l'idea che il danno derivasse dalla circostanza per cui l'investitore possa essere indotto a negoziare dalle operazioni poste in essere dall'*insider*.

Questo era stato invece il ragionamento del *Second Circuit* in *Shapiro*, dove il requisito della causalità tra violazione della *rule 10(b)-5* e danno fu ritenuto soddisfatto, alla stregua di quanto stabilito dalla Corte Suprema nel caso *Af-*

---

<sup>94</sup> S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>95</sup> *Ivi*, p. 848.

<sup>96</sup> Loke, *The protected interests*, cit., p. 312.

<sup>97</sup> Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974).

<sup>98</sup> *Ivi*, p. 237.

<sup>99</sup> Fridrich v. J.C. Bradford, 542 F. 2d 307 (1976).

<sup>100</sup> *Op. cit.*, p. 318.

filiated Ute<sup>101</sup>, dalla considerazione della rilevanza dell'informazione taciuta e della sua idoneità a influenzare le scelte di investimento di un investitore ragionevole<sup>102</sup>. Su questi presupposti, il Secondo Circuito aveva quindi affermato la responsabilità dell'*insider* verso coloro che avevano negoziato fino alla divulgazione dell'informazione privilegiata.

Nella decisione sul caso Fridrich si sostenne al contrario che non può presumersi un rapporto di casualità tra gli acquisti dell'*insider* e le vendite dei ricorrenti considerando che, a differenza del caso analizzato in *Affiliated Ute*, non vi era una relazione tra le parti, né era stato provato che i titoli acquistati dal convenuto fossero proprio quelli ceduti dai ricorrenti o che comunque il comportamento del primo avesse in qualche modo influenzato le decisioni dei secondi<sup>103</sup>.

La sentenza Fridrich contiene poi un'importante *concurring opinion*, quella del Giudice Celebrezze<sup>104</sup>, nella quale per la prima volta, in un *obiter dictum*, si individua nei cosiddetti *contemporaneous trader* la categoria più appropriata cui riconoscere la legittimazione ad agire per i danni provocati dall'*insider trading*. L'assunto nasce dalla considerazione che un pregiudizio possa riconnettersi alla violazione della *rule 10(b)-5* solo a carico di chi sia stato l'effettiva controparte dell'*insider*, cioè solo coloro i cui titoli siano stati venduti o acquistati, a seconda dei casi, dall'*insider*. Solo tali soggetti, trovandosi *on the other side of the insider trade*, hanno effettivamente negoziato con una controparte che sfruttava un vantaggio informativo. Tuttavia, data la difficoltà di individuare, in un mercato spersonalizzato quale quello finanziario, le esatte controparti delle operazioni compiute dall'*insider*, difficoltà già evidenziata anche nel caso Shapiro<sup>105</sup>, è opportuno riconoscere il diritto al risarcimento in favore di chi abbia compiuto operazioni di segno opposto rispetto quelle dell'*insider* nel mentre questi operava, poiché tali soggetti avrebbero potuto essere presumibilmente le controparti dell'*insider*. Si impone quindi una restrittiva individuazione di tale categoria che non comprenda soggetti le cui operazioni siano avvenute in tempi troppo lontani da quelle illecite poste in essere dall'*insider*. Per questo motivo, il limite cronologico più adatto sembra essere quello offerto dalla *same day definition* che indica i *contemporaneous* come coloro che hanno operato lo stesso giorno

---

<sup>101</sup> *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

<sup>102</sup> *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc.*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974), p. 238.

<sup>103</sup> *Fridrich v. J.C. Bradford*, 542 F. 2d 307 (1976).

<sup>104</sup> *Fridrich v. J.C. Bradford*, 542 F. 2d 307 (1976) (Celebrezze, J., concurring) p. 323.

<sup>105</sup> *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc.*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) p. 236.

in cui le negoziazioni illecite hanno avuto luogo. In tal senso sembrano infatti orientarsi le Corti federali<sup>106</sup>.

Anche nel *Second Circuit* emerse l'eccessività della responsabilità civile per *insider trading*, ciò avvenne inizialmente in riferimento alla misura del risarcimento da riconoscere nelle *implied action*. Nel caso *Elkind*<sup>107</sup>, la Corte d'Appello del Secondo Circuito riconobbe a carico di due *tipper* la responsabilità in favore di alcuni acquirenti di azioni della loro società per i danni subiti in seguito alle vendite effettuate da dei clienti di un analista finanziario cui gli *insider* avevano trasmesso una relazione ancora riservata ed evidentemente negativa sull'andamento della società. La misura del risarcimento era stata stabilita in primo grado secondo il principio dell'*out of pocket*, ossia tenendo come riferimento le perdite subite dagli acquirenti, individuate nella differenza tra il prezzo a cui i titoli erano stati scambiati e quello che gli stessi avrebbero avuto al tempo delle negoziazioni interessate se l'informazione rilevante fosse stata resa pubblica. Data la difficoltà di calcolare quale sarebbe stato all'epoca dei fatti il reale valore dei titoli in caso di *disclosure*, sempre in sede di prima istanza, si preferì correggere il metodo di calcolo assumendo come termine di paragone il prezzo che i titoli avevano raggiunto una volta che effettivamente si era diffusa la notizia *price sensitive*. Una tale valutazione tuttavia è da considerarsi puramente speculativa, poiché è difficilmente provabile che la reazione del mercato sarebbe stata la stessa di quella poi realmente realizzatasi se la notizia fosse stata resa pubblica precedentemente alle negoziazioni considerate, ed è impossibile tra l'altro escludere che altri fattori, diversi dall'informazione non divulgata, abbiano influito sull'andamento del titolo nel periodo di *nodisclosure*<sup>108</sup>. Tuttavia, tale determinazione dei danni venne ritenuta inadatta nel giudizio d'appello del caso *Elkind* perché potenzialmente potrebbe comportare il riconoscimento di eccessivi danni, del tutto sproporzionati rispetto alla condotta censurata, qualora, per il copioso numero dei ricorrenti e l'ingente volume delle negoziazioni avvenute sul titolo, si dovesse riconoscere a titolo di risarcimento una somma di gran lunga maggiore dei guadagni ottenuti attraverso l'illecito. Quindi, pur accettando questa variante dell'*out of pocket* e considerando i danni arrecati come la differenza tra il prezzo corrisposto e quello registrato o al tempo della pubblica divulgazione della notizia o a quello, se precedente, in cui la stessa sia stata appresa dai ricorrenti, si impose un correttivo al metodo, limitando il risarcimento all'importo dei profitti ottenuti o delle perdite evitate dai conve-

---

<sup>106</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., pp. 530 e ss.

<sup>107</sup> *Elkind v. Liggett & Myers Inc.*, 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980).

<sup>108</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 248.

nuti e disponendo che tale somma venisse distribuita *pro rata* tra i danneggiati intervenuti nel giudizio. La soluzione venne considerata come la più equa dalla Corte d'Appello in ragione dei diversi interessi che la questione pone in conflitto, si ritenne infatti che la stessa offrisse un adeguato bilanciamento tra la necessità di creare un deterrente alle pratiche di *insider trading* e la volontà di evitare una condanna spropositata. La sentenza si propose quindi come decisione di equità ma probabilmente fu dettata più che altro dalla praticità nella determinazione dei danni che tale metodo consente<sup>109</sup>. La medesima misura dei danni sarà successivamente accolta in sede legislativa nella configurazione di una *express private action* di cui ci occuperemo a breve.

Infine, anche il Secondo Circuito accolse esplicitamente la categoria dei *contemporaneous trader* come l'unica legittimata ad agire in sede civile per i danni provocati dai *trading* dell'*insider*. Ciò accade quando nel 1981 nega il rimedio risarcitorio a un soggetto che aveva acquistato i titoli oggetto di *insider trading* prima della pubblica divulgazione delle notizie riservate ma un mese dopo le vendite effettuate dall'*insider*. Trattasi della sentenza sul caso Wilson<sup>110</sup>, nella quale il *Second Circuit* rinnega la ricostruzione effettuata nel precedente caso Shapiro<sup>111</sup> evidenziando le conseguenze paradossali che tale impostazione potrebbe avere nel caso in cui l'informazione rilevante non venisse mai divulgata: «*To extend the period of liability well beyond the time of the insider's trading simply because disclosure was never made could make the insider liable to all the world*»<sup>112</sup>.

La Corte si conforma quindi alla lettura data dal *Sixth Circuit* nel caso Fridrich che espressamente richiama quando sottolinea la mancanza di uno svantaggio informativo a carico di chi non sia *contemporaneous* dell'*insider*: «*Any duty of disclosure is owed only to those investors trading contemporaneously with the insider; non-contemporaneous traders do not require the protection of the "disclose or abstain" rule because they do not suffer the disadvantage of trading with someone who has superior access to information. See Fridrich v. Bradford*»<sup>113</sup>.

Agli occhi di attenta dottrina<sup>114</sup>, la decisione nel caso Wilson appare essere in contrasto con la sentenza redatta l'anno precedente dalla *Supreme Court* nel caso Chiarella<sup>115</sup> ove, precisando che perché ci sia violazione della *rule 10(b)-5*

---

<sup>109</sup> Loke, *The protected interests*, cit., p. 318.

<sup>110</sup> Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F. 2d 88 (2d Cir. 1981).

<sup>111</sup> Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974).

<sup>112</sup> Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F. 2d 88 (2d Cir. 1981), p. 94.

<sup>113</sup> *Ibidem*.

<sup>114</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 568.

<sup>115</sup> United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980).

è necessaria la presenza di un rapporto *of trust and confidence* tra le parti del negozio illecito, implicitamente si suggerisce che la violazione di un *disclosure or abstain duty* possa essere lamentato solo da chi sia in rapporto contrattuale diretto con l'*insider*, «*in privity with the insider trader*»<sup>116</sup>. La soluzione offerta in Wilson sembra quindi essere frutto di un compromesso tra la condivisa necessità della presenza di tale *privity* e l'asserita difficoltà di individuare le controparti nelle negoziazioni borsistiche, sì da risolvere problemi pratici altrimenti ardui da superare. I commentatori sottolineano comunque che tale compromesso non sia esplicitato nella sentenza in discorso, che sembra invece più opportunamente fondare la soluzione successivamente offerta al tema in via legislativa con la *section 20A*<sup>117</sup>.

### 17. Effetti della teoria fiduciaria sull'*implied right of action*

Gli effetti che la teoria fiduciaria adottata dalla Corte Suprema nel caso Chiarella esercita sul diritto d'azione civile per il risarcimento dei danni provocati dall'*insider trading*, si manifestano in maniera molto più incisiva nel caso Moss<sup>118</sup> discusso sempre dal Secondo Circuito nel 1983<sup>119</sup>.

La Corte d'Appello negò in questo caso la responsabilità civile nei confronti dei *contemporaneous* di alcuni soggetti che avevano acquistato i titoli oggetto di un'o.p.a. prima che questa fosse lanciata. I convenuti erano una famosa *investment banking firm*, un dipendente della stessa e altri soggetti *tipée* di quest'ultimo, e alcuni di essi avevano già subito una condanna penale in merito alla stessa vicenda nel caso Newman<sup>120</sup> per violazione della *rule 10(b)-5* in base alla *misappropriation theory*.

Il mancato riconoscimento della responsabilità civile venne giustificato dalla Corte con la considerazione che, essendo i convenuti rappresentanti dell'offerente e non della società bersaglio dell'o.p.a., nessun obbligo fiduciario vincolava loro nei confronti della società emittente i titoli negoziati né verso chi aveva venduto gli stessi. Non fu infatti accolta l'argomentazione dell'attore per cui la violazione dell'obbligo fiduciario dovuto nei rapporti con l'offerente, sulla base del quale lo stesso Circuito aveva fondato la sentenza penale, era idoneo a far

---

<sup>116</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 569.

<sup>117</sup> *Ivi*, p. 556.

<sup>118</sup> Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5, 11 (1983).

<sup>119</sup> Loke, *The protected interests*, cit., p. 313.

<sup>120</sup> U.S. v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

nascere un *disclosure or abstain duty* in favore della generalità degli investitori. La ricostruzione fu ritenuta incompatibile con quanto affermato nell'opinione di maggioranza della *Supreme Court* sul caso Chiarella; in assenza di un obbligo fiduciario tra le parti non può configurarsi un dovere di rivelare l'informazione privilegiata, o di astenersi dalla negoziazione. La Corte si preoccupa quindi di delimitare la portata della pronuncia Newman: «*Nothing in our opinion in Newman suggests that an employee's duty to "abstain or disclose" with respect to his employer should be stretched to encompass an employee's "duty of disclosure" to the general public*»<sup>121</sup>.

Con la sentenza Moss, il *Second Circuit* restringe notevolmente la portata del diritto d'azione riconosciuto nel precedente caso Wilson in favore dei *contemporaneous trader*, limitando la legittimazione ad agire per il risarcimento ai soli *contemporaneous* nei cui confronti sia stato violato un dovere fiduciario<sup>122</sup>.

Una rigida adesione al principio fiduciario statuito dal Giudice Powell nella sentenza Chiarella conduce inoltre la Corte d'Appello dell'*Eighth Circuit* a negare la possibilità che un possessore di *option* citi per danni un *insider* che negozi i titoli sottostanti<sup>123</sup>. Ciò avviene nel caso Laventhall<sup>124</sup> riguardante la questione di un soggetto che, avendo venduto le *call option* in suo possesso, richiedeva di essere risarcito dalla società emittente i titoli cui le *option* si riferivano che, precedentemente alla diffusione della notizia di un imminente pagamento di dividendi e di un frazionamento azionario, aveva acquistato azioni proprie. Il diniego del rimedio si impone nella visione della Corte per la non configurabilità di un rapporto di *trust and confidence* tra un possessore di *option* e l'emittente dei titoli sottostanti o i suoi *insider*, assimilabile a quello che invece lega tali soggetti agli azionisti<sup>125</sup> e da cui derivi un dovere di *disclose or abstain*: «*Plaintiff fails to demonstrate that General Dynamics as an insider owed any special duty to the plaintiff who merely held an option to buy General Dynamics's stock from a third party*»<sup>126</sup>. Manca infatti un qualsiasi rapporto negoziale tra le parti poiché le *option* sono emesse da un soggetto terzo rispetto all'emittente dei titoli al cui acquisto le stesse danno diritto. In definitiva, la pretesa non soddisfa i requisiti imposti dalla teoria fiduciaria: «*We find there must be some special relationship between plaintiff and defendant before a duty of disclosure arises. Here there is*

---

<sup>121</sup> Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5, 11 (1983), p. 13.

<sup>122</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 587.

<sup>123</sup> Loke, *The protected interests*, cit., p. 314.

<sup>124</sup> Laventhall v. General Dynamics Corporation, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983).

<sup>125</sup> Mitchell, Note, Laventhall v. General Dynamics Corporation: No Recovery for the Plaintiff-Option Holder in a Case of Insider Trading Under Rule 10b-5, 79 Nw. U. L. Rev. 780 1984, p. 784.

<sup>126</sup> Laventhall v. General Dynamics Corporation, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983), p. 413.

*none. Plaintiff is not trading with the insider or the insider's company. He has bought no interest in it. He is a member of the investing public but he is not investing in the defendant's company»<sup>127</sup>.*

## 18. La section 20A

Preso atto del vicolo cieco in cui la teoria fiduciaria aveva indirizzato l'*implied right of action*<sup>128</sup>, il Congresso reagisce inserendo, con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) del 1988, la nuova *section 20A* nel *Securities Exchange Act*, riconoscendo così esplicitamente un diritto d'azione in favore dei *contemporaneous trader* per i danni subiti in conseguenza di *insider trading* o *tipping*: «*Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public 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 (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class*».

La scelta politico-legislativa è specificatamente finalizzata a scongiurare i risultati cui è pervenuta la giurisprudenza in merito alla tutela degli interessi privati lesi dall'*insider trading*. La relazione della commissione parlamentare, che accompagna la legge, esplicitamente indica la sentenza del caso Moss come esempio delle lacune che l'evoluzione interpretativa della disciplina federale ha creato e sottolinea come con l'atto promulgato intenda avvallare la validità della *misappropriation theory*<sup>129</sup>. Prevedendo una *express private action*, la nuova norma sancisce pertanto la responsabilità civile di chiunque violi le disposizioni del *Securities Exchange Act* del 1934 e di ogni norma regolamentare emanata in base a esso, come la *rule 10(b)-5* appunto, compiendo acquisti o vendite di strumenti finanziari, quando sia in possesso di informazioni riservate e non pubbliche. L'ambito soggettivo della norma risulta quindi idoneo a comprendere tanto le operazioni degli *insider* quanto quelle dei *tippee*, esponendo gli stessi al risarcimento in favore di chi abbia contemporaneamente compiuto negoziazioni di segno opposto a quelle costituenti violazione della normativa

---

<sup>127</sup> *Ivi*, p. 416.

<sup>128</sup> Loke, *The protected interests*, cit., p. 316.

<sup>129</sup> ITSFEA House Report, H.R. Rep. No. 100-910, (1988), reprinted in 1988 U.S.C.C.A.N. 6043, 6063, pp. 26-27.

federale in materia finanziaria. La disposizione tuttavia non offre una definizione della categoria dei *contemporaneous trader*, affidando tale individuazione all'elaborazione giurisprudenziale che pare ormai convergere verso la cosiddetta *same day definition*.

La *subsection* (b) prevede poi una serie di limitazioni circa l'*express private action* introdotta. Così l'importo totale dei danni risarcibili non può eccedere il limite dei profitti ottenuti o delle perdite evitate: «*The total amount of damages imposed under subsection (a) shall not exceed the profit gained or loss avoided in the transaction or transactions that are the subject of the violation*». La norma si conforma quindi a quanto stabilito in merito all'*implied action* dalla sentenza Elkind del *Second Circuit*<sup>130</sup>. L'importo così determinato viene ulteriormente ridotto in ragione di quanto già eventualmente versato a titolo di *disgorgements*, qualora il rimedio sia stato ordinato su richiesta della SEC ai sensi della *section* 21(d). In mancanza di una corrispondente indicazione normativa non sono invece detraibili le somme comminate come *civil penalty* ai sensi della *section* 21A<sup>131</sup>.

L'azione può essere esercitata entro cinque anni dall'ultima operazione illecita: «*No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the last transaction that is the subject of the violation*». Come precisato dalla Corte d'Appello del *Ninth Circuit* nel caso Johnson<sup>132</sup>, su tale termine non influisce la prescrizione di un anno prevista in generale per la contestazione della violazione della *rule* 10(b)-5; richiedere che per l'esercizio dell'azione civile sia ancora perseguibile il reato significherebbe, infatti, svuotare di contenuto la previsione normativa di cui al comma (b)(4) della *section* 20A.

Il comma (c) dispone la responsabilità solidale dell'*insider tipper* per i danni provocati dalle negoziazioni del suo diretto *tippee*: «*Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by communicating material, nonpublic information shall be jointly and severally liable under subsection (a) with, and to the same extent as, any person or persons liable under subsection (a) to whom the communication was directed*». La norma esclude quindi la responsabilità dell'*insider* per i danni causati dai soggetti cui l'informazione privilegiata sia stata ulteriormente comunicata dal *tippee*, ossia i cosiddetti *remote tippees*, ciò per evitare un'eccessiva responsabilità che rischierebbe di indurre il *management* ad astenersi dall'effettuare anche le comunicazioni legittime, pur

---

<sup>130</sup> Elkind v. Liggett & Myers Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

<sup>131</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 499 nota 5.

<sup>132</sup> Johnson v. Aljian, 490 F.3d 778 (9th Cir. 2007).

dovendosi ammettere la responsabilità degli stessi qualora utilizzino il primo soggetto come tramite per trasmettere l'informazione ai *remote tippee*<sup>133</sup>.

L'articolo infine fa salvo al comma (d) ogni altro rimedio esplicitamente o implicitamente previsto nel *Securities Exchange Act*, «*nothing in this section shall be construed to limit or condition the right of any person to bring an action to enforce a requirement of this title or the availability of any cause of action implied from a provision of this title*». La norma sembra quindi aver anticipato ogni dubbio che la previsione di un *express action* avrebbe potuto ingenerare circa la sopravvivenza dell'*implied action* derivante dalla violazione della *rule 10(b)-5*. Tuttavia, la coesistenza dei due rimedi sembrerebbe svilire la scelta, compiuta sia dal legislatore nella norma in commento sia dalla giurisprudenza nel riconoscimento dell'*implied action*, di limitare la misura del risarcimento al totale dei profitti conseguiti o delle perdite evitate per non addossare all'*insider trader* una responsabilità sproporzionata rispetto all'illecito commesso. Il rischio di dover sopportare una duplice responsabilità per la medesima colpa potrebbe allora scongiurarsi considerando i due rimedi come alternativi, imponendo quindi una scelta al ricorrente così come suggerito in diverse decisioni giurisprudenziali<sup>134</sup>. La soluzione permetterebbe inoltre di tutelare gli interessi di quanti non rientrino tra i legittimati ad agire *ex section 20A*, tali ad esempio i *contemporaneus* di *tippee* cosiddetti di seconda generazione, ossia i *tippe* del *tippe* originario, che abbiamo visto esclusi, ai sensi della *subsection 20A(c)*, dalla responsabilità solidale dell'*insider tipper* e che, invece, sono stati ammessi a ottenere il risarcimento da tale soggetto nell'ambito di un'*implied action* proprio nel caso *Elkind*<sup>135</sup>.

La *section 20A* si chiude con il comma (e) nel quale si esclude ogni possibile interferenza del rimedio introdotto con le azioni esercitabili da parte dei soggetti pubblici: «*This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this title, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties*»<sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> *Ivi*, p. 783.

<sup>134</sup> ITSFEA House Report, H.R. Rep. No. 100-910, (1988), reprinted in 1988.

<sup>135</sup> U.S.C.C.A.N. 6043, 6063, pp. 19-27.

<sup>136</sup> Wang-Steinberg, *Insider trading*, cit., p. 514.

## 19. Il ruolo della responsabilità civile

In conclusione deve notarsi come, nel riconoscere la responsabilità civile derivante dall'*insider trading*, il lungo percorso giurisprudenziale abbia più volte insistito sul ruolo di deterrente che tale istituto è idoneo a esercitare rispetto a future violazioni, affidando quindi all'azione privata un compito ulteriore rispetto alla semplice finalità compensatoria. La prospettiva è stata poi ripresa e rafforzata dal legislatore che proprio attraverso la previsione di una *express private action* ha inteso dare nuovo slancio alla repressione del fenomeno, fuggando ogni dubbio emerso in ambito giurisprudenziale circa la validità della *misappropriation theory* e ampliando così lo spettro del divieto. Lo scopo dichiarato dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988 è infatti quello di: «*Provide greater deterrence, detection and punishment of violations of insider trading*»<sup>137</sup>, e lo strumento principe per perseguirlo è costituito dalla sua norma più rappresentativa, la *section 20A*. Da tali considerazioni si evince l'importanza che la responsabilità civile può rivestire nell'*enforcement* dei mercati finanziari.

---

<sup>137</sup> *Elkind v. Liggett & Myers Inc.*, 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980).

### 3.

## L'*insider trading* nel diritto italiano

### 1. L'introduzione del divieto di *insider trading* in Italia

Il fenomeno dell'*insider trading*, per quanto già oggetto di analisi da parte della più attenta dottrina nazionale<sup>1</sup>, è stato sostanzialmente ignorato dal Legislatore italiano fino all'emanazione della legge 17 maggio 1991 n. 157 rubricata: «Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa», con la quale si diede attuazione alla direttiva 89/592/CEE. Il diritto comunitario, oltre a svolgere un ruolo determinante nell'introduzione di una specifica disciplina in tema di *insider trading*, ne ha fortemente influenzato lo sviluppo, rendendo necessari nuovi interventi legislativi che hanno negli anni comportato una veloce evoluzione della repressione del fenomeno. È quindi inevitabile un costante riferimento alle norme comunitarie nell'analisi della disciplina domestica.

La prima considerazione suscitata dalla legge del 1991 riguarda la severità delle scelte operate dal nostro Legislatore<sup>2</sup>, il quale intese perseguire l'abuso informativo attraverso la previsione di un reato, di stampo delittuoso, sia per i casi di *insider trading* che per quelli di *tipping*, assoggettando alle medesime sanzioni tanto gli *insider* primari quanto quelli secondari, sebbene il disposto comunitario non obbligasse a una tale radicale repressione, rimettendo ai singoli Stati, con l'articolo 13 della direttiva, la scelta delle sanzioni più adatte,

---

<sup>1</sup> Corapi, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in «Riv. D. Comm.», 1968, p. 288; Id., *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in «L'informazione societaria», 1982, p. 693.

<sup>2</sup> Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano 1993.

non necessariamente penalistiche quindi, purché «sufficientemente dissuasive da indurre al rispetto» della normativa introdotta.

Il reato era previsto all'articolo 2 della legge 157/91, ai sensi del quale «[è] vietato acquistare o vendere, ovvero compiere altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari, ivi compresi i relativi diritti di opzione, qualora si posseggano informazioni riservate» (comma 1) nonché «comunicare a terzi, senza giustificato motivo, le informazioni di cui al comma 1 ovvero consigliare a terzi, sulla base delle suddette informazioni, il compimento delle operazioni di cui al comma 1» (comma 2). I divieti erano imposti a carico di chi avesse ottenuto le informazioni «in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio» (comma 1) e a carico di «tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio» (comma 4). Erano quindi soggetti attivi del reato sia gli *insider* primari (istituzionali o temporanei) che quelli *secondari*, nell'individuazione di questi ultimi lasciava tuttavia perplessi l'assenza del riferimento ai *tippee* dei soci, ossia coloro che avevano ottenuto l'informazione rilevante da chi ne disponesse in virtù della partecipazione al capitale di una società.

Notevolmente rigida appariva poi l'estensione ai *tippee* di tutti i divieti imposti ai primari, non solo quindi il divieto di negoziare ma anche quelli di comunicare a loro volta l'informazione o di suggerire in base a essa il compimento di operazioni su titoli, il cosiddetto *tuyautage*. Sotto tale profilo, la disciplina italiana andava oltre gli obblighi imposti dalla direttiva, la quale imponeva semplicemente il divieto di negoziazione per i *tippee* all'art. 4 e prevedeva all'art. 5 come solo facoltativa la repressione delle condotte di *tip-ping* e *tuyautage* poste in essere da tali *insider* secondari. Erano invece esenti da responsabilità i *tuyautee*, i soggetti cioè destinatari del consiglio, sia che esso pervenisse da *insider* primari sia da quelli secondari, in assenza della comunicazione dell'informazione.

La disposizione prevedeva poi una serie di divieti specifici per determinate categorie di *insider* (comma 3) nonché per i ministri e i sottosegretari di Stato (comma 7), successivamente all'accadimento di particolari eventi inerenti rispettivamente la vita della società e quella politica.

In merito all'ambito soggettivo si era optato per una fattispecie unitaria degli *insider* primari, in ciò discostandosi dal dettato della direttiva che all'art. 2 proponeva un'elencazione dei soggetti inibiti, salvo poi prevedere, come detto,

specifiche ipotesi che tuttavia paiono già ricomprese nella figura generale di cui al primo comma<sup>3</sup>.

L'obbligo di astensione pareva essere assoluto in caso di possesso di informazione riservata, poiché l'articolo 2 non richiedeva la sussistenza di alcuna relazione tra l'informazione e il compimento delle operazioni borsistiche. La miglior dottrina, con l'intento di conformare la previsione al principio di offensività, propose allora un'interpretazione restrittiva della norma ritenendo che la stessa sottendesse un'implicita presunzione di utilizzazione della notizia *price sensitivity*, vincibile in giudizio dalla prova contraria che l'*insider* avrebbe comunque compiuto l'operazione, ad esempio quando la stessa fosse stata programmata prima dell'apprendimento della notizia o nelle ipotesi in cui le operazioni contestate fossero di segno opposto a quello suggerito dall'informazione<sup>4</sup>.

L'assolutezza dei divieti era inoltre mitigata da una serie di esenzioni della responsabilità. Innanzitutto il *tipping* era punito solo quando la comunicazione fosse avvenuta «senza giustificato motivo», espressione forse un po' troppo generica rispetto alla normativa comunitaria che si esprimeva in termini di comunicazione degli *insider* «nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni».

Più aderente al dettato europeo, art. 2 par. 4 della direttiva, risultava infine l'esclusione dall'ambito applicativo della normativa anti-*insider* disposta dall'art. 4 l. 157/91 riguardo alle ipotesi di «operazioni compiute dallo Stato italiano, dalla Banca d'Italia, dall'Ufficio italiano dei cambi e da qualsiasi persona che agisca per conto degli stessi per ragioni attinenti alla politica monetaria, alla politica valutaria e alla gestione del debito pubblico o delle riserve ufficiali».

L'articolo 3 dettava la definizione di informazione riservata quale: «Specificata di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari, e che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo». La previsione di una nozione legale seguiva in questo caso l'esempio offerto dalla normativa europea al paragrafo secondo dell'articolo 2. In essa si scorge un primo importante fattore di differenziazione rispetto al modello statunitense nel quale, come visto, mancava una definizione legislativa di *material*, il cui significato era stato invece individuato a livello giurisprudenziale nel caso *Northway*<sup>5</sup>. Nonostante lo

---

<sup>3</sup> Zannino, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, II parte*, in «Dir. comm. int.», 1997, pp. 59, 62 nota 97.

<sup>4</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Lezioni, Padova 2008, p. 38 nota 35.

<sup>5</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

sforzo definitorio, la disciplina aveva da subito attirato le critiche della dottrina penalistica<sup>6</sup> per la mancanza di determinatezza che affliggeva la fattispecie delittuosa introdotta, alla luce dei canoni normativi propri della nostra tradizione giuridica, difetto riproposto, come diremo, da tutte le definizioni, per quanto più puntuali, che si sono succedute in occasione delle diverse modifiche apportate.

Particolarmente blando appariva infine il trattamento sanzionatorio, in particolar modo se confrontato alla severità raggiunta già a quell'epoca nell'ordinamento statunitense. Il comma 5 dell'articolo 2 l. 159/91 prevedeva infatti, in caso di violazione dei divieti imposti nei commi precedenti, «la reclusione fino ad un anno» e «la multa da lire dieci milioni a lire trecento milioni», salvo poi autorizzare il giudice ad «aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, essa può ritenersi inadeguata anche se applicata nel massimo». Le sanzioni venivano raddoppiate per le particolari ipotesi previste al comma 3 e al comma 7.

Alla Consob, l'art. 8 attribuiva il compito di compiere gli atti necessari alla verifica di eventuali violazioni, mentre spettava al suo presidente trasmettere al pubblico ministero la documentazione raccolta. Di particolare interesse il comma 6 di tale articolo che disponeva: «Nei procedimenti per i reati di cui agli articoli 2 e 5, la Consob esercita i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale alla persona offesa dal reato, nonché le facoltà riconosciute negli articoli 505 e 511 del medesimo codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato». La disposizione risultava particolarmente problematica, sia per le perplessità suscitate dall'attribuzione del ruolo di soggetto leso dal reato al titolare dell'attività investigativa, sia per la ritenuta incompatibilità delle due figure processuali in considerazione del fatto che l'art. 92 c.p.p. esige, per l'esercizio dei diritti e delle facoltà spettanti agli enti e alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato, il consenso della persona offesa. La dottrina intese quindi la norma speciale come derogatoria rispetto alla generale disciplina dettata dal codice di rito<sup>7</sup>.

Le motivazioni dell'introduzione in Europa, e quindi in Italia, del divieto di *insider trading* venivano esplicitate nei “considerando” della direttiva, tra i quali poteva leggersi che il buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari, fine della disciplina introdotta, «dipende in larga misura dalla fiducia che esso ispira agli investitori», «che tale fiducia si basa, fra l'altro, sul fatto che agli investitori

---

<sup>6</sup> Zannino, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, cit., p. 59; Carmona, *Al capolinea l'insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate: a proposito dell'idoneità a influenzare “sensibilmente” il prezzo*, in «Riv. Pen.», 2003, p. 825.

<sup>7</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pp. 186, 187.

si garantisce la parità delle condizioni e la protezione dall'uso illecito dell'informazione privilegiata» e «che le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, per il fatto di offrire vantaggi a taluni investitori rispetto agli altri, possono compromettere tale fiducia e pregiudicare quindi il buon funzionamento del mercato».

Chiara quindi l'adesione alle teorie del *market egalitarianism* e della *parity of information* del Legislatore comunitario, in antitesi rispetto ai risultati raggiunti negli Stati Uniti dove tali teorie, che come visto avevano inizialmente ispirato l'attività della SEC e della prima giurisprudenza, erano state infine sconfessate dalla dottrina e dalla giurisprudenza della Corte Suprema.

## 2. L'*insider trading* nel TUF

L'incompatibilità con i principi generali del diritto penale presentati dalla legge del '91, così come sottolineata pressoché all'unanimità dalla dottrina che si occupò dell'argomento<sup>8</sup> e testimoniata dalla scarsa applicazione giurisprudenziale del reato di *insider trading*<sup>9</sup>, indusse il Legislatore a una riformulazione della disciplina, in occasione del riordino delle disposizioni in materia finanziaria, operata dal «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» d.lgs. 58/98 e completamente abrogativa della normativa precedente. Il reato di *insider trading* venne disciplinato, congiuntamente all'aggiotaggio su strumenti finanziari, dagli artt. 180-187 nei quali erano contenuti la nuova formulazione della fattispecie, le sanzioni accessorie e le norme procedurali, compresi i poteri della Consob.

Norma cardine del nuovo sistema era l'art. 180 che al primo comma disponeva: «È punito con la reclusione fino a due anni e con la multa da euro 10.329 a euro 309.874 chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero all'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime; b) senza giustificato motivo dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)».

La norma, proseguendo sulla via tracciata dall'art. 2 l. 157/91, definiva la categoria degli *insider* primari attraverso una formula unitaria capace di racchiu-

---

<sup>8</sup> Zannino, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, cit., p. 59.

<sup>9</sup> Galli, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano 2010, p. 1 nota 2.

dere sia gli *insider* istituzionali che quelli temporanei e preferita quindi a una tassativa elencazione in virtù della maggiore duttilità e adattabilità che offriva in ambito applicativo. La nuova formulazione marcava in maniera più decisa il nesso di causalità tra funzione ricoperta dal soggetto e conseguimento del vantaggio informativo, richiedendo che la notizia fosse acquisita “in ragione” della carica rivestita. In merito all’*insider* azionista deve notarsi inoltre che non vi era alcuna limitazione in rapporto alla misura della partecipazione e che il riferimento era alla partecipazione a una società, una qualsiasi società, non necessariamente l’emittente i titoli oggetto delle operazioni censurate. Entrambe le omissioni definitorie caratterizzavano anche la definizione contenuta nel testo abrogato del 1991<sup>10</sup>. Mentre l’irrelevanza dell’entità del pacchetto azionario non suscita particolari perplessità, in quanto la partecipazione al capitale sociale configura la responsabilità del socio solo quando concretamente idonea a causare l’acquisizione dell’informazione privilegiata, assume grande importanza l’assenza del riferimento all’emittente, dato per altro contrastante con la lettera della norma comunitaria che si esprimeva in termini di «partecipazione al capitale dell’emittente» (art. 2 direttiva 89/592/CEE). Un ambito soggettivo così esteso sembra accentuare i fini di *parity of information* perseguiti dalla normativa domestica in opposizione al modello statunitense che continuava a concepire l’*insider trading* come violazione di obblighi fiduciari, anche nell’ottica della *misappropriation theory*, all’epoca già esplicitamente accettata dalla *Supreme Court* nel caso O’Hagan ma, come visto, sempre in relazione alla violazione di doveri fiduciari.

Altro dato testuale di particolare interesse risiedeva nella descrizione della condotta sanzionata; nella lettera a) del primo comma dell’art. 180 ci si riferiva infatti alle operazioni compiute dall’*insider* “avvalendosi” dell’informazione privilegiata, così esplicitandosi la necessità di un effettivo sfruttamento della notizia ai fini della configurazione del reato. La previsione, per quanto maggiormente aderente al principio di offensività, creava un aggravamento dell’onere probatorio a carico dell’accusa che sarebbe stato evitabile con l’esplicitazione di una presunzione, relativa, di utilizzazione dell’informazione, così come ritenuta implicita dalla dottrina nel testo della normativa abrogata.

Le pratiche di *tipping* e di *tuyautage* previste alla lettera b) erano punite, così come nella vigenza della l. 157/91, a titoli di dolo generico, esponendo quindi l’*insider* a responsabilità penale a prescindere dall’effettivo compimento delle operazioni da parte del destinatario della “soffiata” o del consiglio. La circostanza sembrava fondare la *ratio* della punibilità sulla lesione del vincolo fiduciario

---

<sup>10</sup> United States v. O’Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

realizzata dall'insider a scapito della società di appartenenza, contraddicendo però così la diversa generale impostazione dell'intera normativa. Continuava inoltre a punirsi solo la comunicazione avvenuta «senza giustificato motivo», permaneva quindi la non coincidenza col dettato comunitario rilevato in merito alla formula adottata dalla precedente disciplina.

Tra le maggiori novità vi erano quelle riguardanti la responsabilità dell'*insider* secondario disposta dal comma 2 dell'art. 180: «Con la stessa pena è altresì punito chiunque, avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate dai soggetti indicati nel comma 1, compie taluno dei fatti descritti nella lettera a) del medesimo comma».

Innanzitutto, riferendosi unicamente alla lettera a), e non anche alla b), la responsabilità del *tippee* veniva circoscritta alle sole ipotesi di sua negoziazione sui titoli interessati, escludendola quindi per l'eventuale ulteriore *tipping* a opera dell'*insider* secondario, o per il suo consiglio, in favore di soggetti terzi, cosiddetti *tippee* di seconda generazione. Sempre il rimando poi alla lettera a), in merito ai soggetti da cui doveva promanare l'informazione, permetteva di colmare la lacuna creata dalla disciplina *ante* riforma, la quale non contemplava la punibilità di chi avesse ricevuto l'informazione dai soci.

Scompare poi ogni riferimento alla consapevolezza del *tippee* del carattere riservato della notizia, inciso tuttavia ritenuto superfluo visto il carattere doloso dell'illecito che comportava la necessità che ogni elemento della fattispecie fosse sorretto dal dolo<sup>11</sup>. Permanendo invece la rilevanza dell'aver ottenuto l'informazione, tanto direttamente quanto indirettamente dall'*insider*, si imponeva il divieto di operare, come già ai sensi dell'art 2 l. 157/91, anche a carico di chi avesse ricevuto la notizia accidentalmente o all'insaputa dell'*insider*, nonché si inibiva dal negoziare i *second generation tippee*, ma il punto era controverso<sup>12</sup>.

Il comma 6 infine prevedeva, come la disciplina abrogata, le esenzioni «dello Stato Italiano, della Banca d'Italia, e dell'Ufficio Italiano dei Cambi», ma con una formula più generica<sup>13</sup> della precedente si riferiva alle «operazioni compiute [...] per ragioni attinenti alla politica economica».

Con l'intervento del 1998, il Legislatore compì anche una riformulazione della nozione di informazione «privilegiata», espressione con cui correttamente

---

<sup>11</sup> Napoleoni, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in «Cass. pen.», 2001, p. 2241; contra: Ruggiero, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in «Dir. pra. soc.», 2005, p. 11.

<sup>12</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 41.

<sup>13</sup> *Ivi*, p. 22.

si sostituì quella di informazione riservata adoperata dalla l. 157/91<sup>14</sup>, definendola al comma 3 dell'art. 180 come: «Un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe stata idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo». La definizione non si discosta di molto dalla precedente, salvo che per minime differenze lessicali quali la già rilevata aggettivazione dell'informazione che diventa privilegiata e il riferimento agli strumenti finanziari in luogo dei valori mobiliari di cui trattava la vecchia disciplina, avvicendamento che caratterizzava l'intera nuova disciplina del diritto finanziario<sup>15</sup>. Qualche reale differenza sembrava essere prodotta dalla locuzione «di cui il pubblico non dispone» che sostituiva la precedente «che non sia stata resa pubblica». Il dato letterale induceva a ritenere che fosse richiesta l'effettiva conoscenza da parte del pubblico, creando notevole incertezza circa «l'individuazione del momento in cui potesse affermarsi come sussistente sì fatta conoscenza in una cerchia di destinatari tutt'altro che determinata»<sup>16</sup>, la più attenta dottrina suggeriva comunque di ritenere sufficiente la mera conoscibilità garantita dall'adozione di forme di pubblicità tali da rendere la notizia in concreto accessibile al pubblico<sup>17</sup>.

Le sanzioni, per quanto raddoppiate (detenzione fino a 2 anni e multa fino a 309.874 euro) rispetto alla pena base inflitta dalla l. 157/91, continuavano ad apparire poco incisive in ottica comparatistica stante il ben più severo trattamento sanzionatorio riservato all'*insider trading* nei principali ordinamenti, primo tra tutti quello statunitense. Veniva comunque riproposto l'aumento facoltativo della multa fino al triplo, previsto nella vecchia disciplina, estendendo il novero delle circostanze considerabili, oltre alla «rilevante offensività [gravità, nella norma abrogata] del fatto», alle «qualità personali del colpevole» e «all'entità del profitto», attirando però le consuete critiche di indeterminatezza della dottrina penalistica<sup>18</sup>.

In prospettiva di un più efficace ruolo deterrente era invece da apprezzarsi<sup>19</sup> l'introduzione di una speciale ipotesi di confisca nell'art. 180 comma 5, ai sensi del quale: «Nel caso di condanna o di applicazione della pena su richiesta a nor-

---

<sup>14</sup> Carbone, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto*, Aggiornamento vol. II, Milano 1998, p. 418 nota 3.

<sup>15</sup> Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p. 7.

<sup>16</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 11.

<sup>17</sup> Sgubbi, *Le sanzioni*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, pp. 293, 303.

<sup>18</sup> Seminara, *La tutela penale dei mercati finanziari*, in Pedrazzi-Alessandri-Fonfani-Seminara-Spagnolo, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna 2000, pp. 514, 633.

<sup>19</sup> Napoleoni, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo*, cit., p. 2248.

ma dell'art. 444 c.p.p., sempre ordinata la confisca dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per commettere il reato, e dei beni che ne costituiscono il profitto, salvo che essi non appartengano a persona estranea al reato». Un ulteriore sforzo verso la deterrenza, oltre che verso la prevenzione di possibili recidive, era rappresentato dalla previsione, all'articolo 182 del TUF, di una serie di pene accessorie da comminarsi a chi fosse condannato per i reati di abuso di informazione privilegiata o aggioaggio su strumenti finanziari. L'elenco comprendeva: interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 c.p.), interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32-bis c.p.), incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32-ter c.p.) per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, oltre alla pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico a diffusione nazionale<sup>20</sup>.

Alla Consob veniva infine assegnata una funzione di accertamento delle violazioni, ai fini della quale la stessa poteva avvalersi «dei poteri ad essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza» (art. 185, comma 2), poteri ampliati dal nuovo testo unico e che comprendevano quello di richiedere dati, notizie e documenti e quello di compiere ispezioni. Di tali poteri la Commissione disponeva solo nei riguardi dei soggetti vigilati; in aggiunta a questi allora il comma 3 dell'art. 185 attribuiva a essa anche: (lett. a) la facoltà di richiedere dati, notizie o documenti a chiunque appaia informato sui fatti, stabilendo un termine per la conseguente comunicazione; (lett. b) la facoltà di procedere all'audizione di chiunque appaia informato sui fatti, redigendone processo verbale; (lett. c) la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni e accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria senza inoltrare apposita richiesta al Ministero delle Finanze.

Infine, l'art. 187 disponeva che nei procedimenti penali per *insider trading*, oltre che per aggioaggio finanziario, esercitasse i diritti e le facoltà propri delle associazioni e degli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato. Venne quindi eliminato ogni riferimento alla persona lesa dal reato così da superare le incongruenze presentate dalla disciplina previgente circa il doppio ruolo di soggetto leso e autorità investigativa. Permaneva invece la deroga all'art. 92 c.p.p. in merito al consenso della persona offesa<sup>21</sup>.

L'intervento del 1998, per quanto apprezzabile come tentativo di razionalizzazione della materia, non superava completamente le problematiche emerse nel regime della l. 157/91. La riformulazione definitoria della fattispecie di

---

<sup>20</sup> Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p. 136.

<sup>21</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 187.

*insider trading*, pur ispirata a una maggiore determinatezza, aveva prodotto l'effetto collaterale di un aggravio degli oneri probatori per la dimostrazione della realizzazione del reato e continuava a non soddisfare le esigenze della teoria penalistica<sup>22</sup>. L'art. 180 è stato di recente anche sottoposto al vaglio della Corte Costituzionale per l'asserita incostituzionalità, ai sensi degli artt. 3 e 25 comma 2 della Costituzione, del parametro di *price sensitivity* tacciato di indeterminazione. La Consulta si è pronunciata nel senso dell'inammissibilità del ricorso per mancanza dell'indicazione, da parte dei ricorrenti e dei giudici rimettenti, dei parametri determinati di cui si auspicava l'introduzione, circostanza che avrebbe comportato «un'operazione di riempimento» che esula dalle competenze della stessa Corte. E ha sottolineato inoltre che la disciplina in esame fosse oggetto di un'imminente modifica legislativa attuativa, tra le altre, della direttiva 2003/124/CE<sup>23</sup>. L'impulso comunitario infatti risulterà ancora una volta determinante, ispirando come vedremo una profonda modifica della materia con la direttiva 2003/6/CE e le conseguenti direttive di esecuzione.

### 3. La direttiva sui market abuse 2003/6/CE

Nel 2003 si è proceduto, nell'ambito dell'Unione Europea, a una profonda riforma della disciplina in materia di abusi di mercato, sia per adeguare il dettato legislativo agli sviluppi verificatisi nei mercati finanziari sia per correggere gli esiti non soddisfacenti, in termini di tutela del mercato, prodotti dalle legislazioni degli Stati membri, attuative della direttiva 89/592/CEE. Nell'occasione si è utilizzata compiutamente per la prima volta la cosiddetta procedura Lamfalussy che, col fine di assicurare maggior coordinamento ed efficacia alla normativa europea in tema di mercati finanziari<sup>24</sup>, prevede l'emanazione di una direttiva di primo livello del Parlamento europeo e del Consiglio, attraverso la quale vengono determinate le scelte politiche; nella procedura seguono poi direttive di secondo livello emanate dalla Commissione europea per dettare le norme di esecuzione della prima. Con tale sistema si è inteso disporre, secondo uno schema particolarmente rigido, l'intervento dei Legislatori nazionali, tra l'altro emanando, in aggiunta alle direttive esecutive, un regolamento comunitario di attuazione immediatamente applicabile negli ordinamenti statali.

---

<sup>22</sup> Carmona, *Al capolinea l'insider trading?*, cit., p. 825.

<sup>23</sup> Corte Costituzionale, sentenza 1 dicembre 2004 n. 382.

<sup>24</sup> Annunziata, *La disciplina del Mercato Mobiliare*, Torino 2008, p. 389.

La disciplina quadro è contenuta nella direttiva 2003/6/CE «relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)», rimandando al prossimo paragrafo di analisi della disciplina italiana, che da queste è derivata, il commento delle specifiche norme contenute nella direttiva e nei provvedimenti attuativi, quali le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, nonché il regolamento n. 2273/2003; preme qui sottolineare il mutamento dei fini perseguiti dalle istituzioni europee ed esplicitati nella nuova normativa.

Scorrendo infatti i considerando della direttiva, che precedono con funzione programmatica le disposizioni vere e proprie, ci si accorge dell'assenza di qualsiasi riferimento al *market egalitarianism* e all'*equal access* che abbiamo visto al contrario ispirare la direttiva dell'89. La nuova direttiva ha come scopo l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia del pubblico, lesi dai *market abuse*; così il considerando 2, senza voler azzerare le inevitabili, purché lecite, asimmetrie informative, si pensi all'attività degli analisti finanziari, ma reprimendo l'uso di quei vantaggi informativi che siano immeritati in quanto non ottenuti con un'opera di ricerca ed elaborazioni<sup>25</sup>. Gli scopi così individuati sono ribaditi più volte nel corso della parte introduttiva; così ad esempio nel considerando 12 ove si accomunano l'*insider trading* e la *market manipulation* in quanto a lesività dell'integrità dei mercati e della fiducia degli investitori.

Pur permanendo l'impostazione prettamente pubblicistica della normativa europea tesa alla tutela di interessi superindividuali, ben distinta dal modello statunitense che abbiamo visto fondare comunque, anche con la *misappropriation theory*, l'essenza dell'*insider trading* sulla violazione di obblighi fiduciari, è significativo che anche in Europa si sia preso atto della conclamata impossibilità di perseguire un'indifferenziata uguaglianza rispetto alle informazioni capaci di alterare le dinamiche di investimento.

#### 4. La legge 62/2005

Il recepimento del nuovo *corpus* normativo comunitario è avvenuto nel nostro ordinamento con l'emanazione della legge 18 aprile 2005 n. 62, la cosiddetta Legge Comunitaria 2004, la quale con l'art. 9 comma 2 ha completamente riformato la disciplina sugli abusi di mercato contenuta nel TUF. Il precedente Capo IV del Titolo I della Parte V di tale legge viene interamente sostituito da un nuovo Titolo I-bis rubricato: «Abuso di informazioni privilegiate e mani-

---

<sup>25</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 43.

polazione del mercato», a sua volta suddiviso in cinque Capi e comprendenti gli articoli dal 180 al 187 *quaterdecies*.

La nuova disciplina si apre, seguendo il modello dell'art. 1 della direttiva 2003/6/CE, con un Capo I che detta disposizioni generali, per lo più di carattere definitorio e riferibili a entrambe le categorie di *market abuse*, *insider trading* e *market manipulation*. Il nuovo articolo 180 esplica il significato da attribuirsi nell'applicazione dell'intero Titolo alle espressioni: strumenti finanziari, derivati su merci, prassi di mercato ammesse ed ente.

Ma la disposizione di maggiore interesse è certamente l'articolo 181, interamente dedicato alla nozione di informazione privilegiata; la norma è congegnata secondo un ordine scalare di definizioni che tendono a delinearne il più precisamente possibile il contenuto.

Ai sensi del primo comma, che riproduce quasi alla lettera l'articolo 1 n. 1 della Direttiva 2003/6/CE, per informazione privilegiata si intende: «Un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno 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».

I requisiti così individuati vengono precisati nei commi 3 e 4, dopo che al comma 2 si introduce una nozione di informazione privilegiata valevole specificamente per il mercato dei derivati su merci che, oltre a prevedere le medesime peculiarità di cui al primo comma, è ulteriormente caratterizzata dal fatto «che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati».

Il comma 3 quindi stabilisce che un'informazione è di carattere preciso quando: «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 lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari». Oggetto dell'informazione deve pertanto essere un fatto o una serie di fatti già realizzati o destinati a realizzarsi secondo un giudizio previsionale ragionevole; si escludono così le informazioni a carattere valutativo quali studi o analisi, rileva invece la notizia attinente al futuro. La dottrina penale continua a non essere soddisfatta considerando il parametro della ragionevole prevedibilità «un elemento ad alto rischio di indeterminazione»<sup>26</sup>. La specificità di cui alla lettera (b) allude al carattere sufficientemente circostanziato della notizia,

---

<sup>26</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 10.

privando di rilevanza le voci e i cosiddetti *rumors* di mercato solitamente connotati da sostanziale genericità. Il riferimento all'effetto sui prezzi si confonde tuttavia con il carattere *price sensitivity* di cui al comma successivo<sup>27</sup>.

Il comma 4 chiarifica infatti il significato del più criticato<sup>28</sup> requisito dell'informazione privilegiata disponendo che: «Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento». Il parametro riproduce in maniera pedissequa la previsione di cui all'art. 1 comma 2 della direttiva 2003/124/CE, esecutiva come detto della direttiva 2003/6/CE; avviene quindi in ambito europeo l'esplicita accettazione del criterio del *reasonable investor* elaborato nell'esperienza giurisprudenziale degli Stati Uniti<sup>29</sup>. Una distinzione è però rinvenibile nella constatazione che per l'ordinamento comunitario l'informazione è privilegiata anche quando rappresenti «uno solo degli elementi» che influisce sui processi decisionali del ragionevole investitore e non l'elemento cruciale delle valutazioni di tale soggetto, come invece richiesto nell'ordinamento statunitense. Il criterio tuttavia continua a non riscontrare il favore di quanti sottolineano<sup>30</sup>, e già sottolineavano in riferimento al diritto nordamericano precedentemente all'introduzione della prima normativa italiana in materia<sup>31</sup>, l'indeterminatezza della nozione di investitore ragionevole, oltre a chi dubita dell'effettiva razionalità dell'investitore sui mercati finanziari oggi sempre più frequentati da soggetti non specializzati<sup>32</sup>.

L'articolo 181 si chiude con il comma 5: «Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari». La disposizione sanziona quindi il cosiddetto *front running*, ossia l'attività dell'intermediario che, ricevuto un ordine la cui esecuzione sia in grado di alterare il valore del

---

<sup>27</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 142.

<sup>28</sup> Carmona, *Al capolinea l'insider trading?*, cit., p. 825.

<sup>29</sup> TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

<sup>30</sup> Seminara, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionate*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2008, p. 331.

<sup>31</sup> Id., *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, pp. 205, 208.

<sup>32</sup> Sgubbi, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in «Giur. Comm.», 2005, pp. 340, 349.

titolo, compie operazioni per proprio conto anticipando gli effetti che saranno prodotti dall'esecuzione dell'ordine. La precisazione compiuta a livello legislativo, che riproduce la previsione di cui all'art. 1 della direttiva 2003/6/CE, risulta superflua, in quanto l'ipotesi era già riconducibile in via interpretativa alla fattispecie dell'*insider trading* anche nella vigenza della precedente normativa<sup>33</sup>; lo scopo dell'introduzione di tale norma non può quindi che essere quello di fugare ogni possibile dubbio circa l'applicabilità della disciplina repressiva dei *market abuse* a siffatte dinamiche<sup>34</sup>.

Mentre l'articolo 182 si occupa dell'ambito territoriale di applicazione della disciplina in parziale deroga alle disposizioni del codice penale, l'articolo 183 chiude il capo delle disposizioni generali escludendo particolari ipotesi dall'operatività del titolo I-bis del TUF. Alle consuete esenzioni in favore di soggetti pubblici, tra i quali questa volta vengono menzionati anche gli Stati membri dell'Unione e le loro Banche centrali, per le operazioni di politica monetaria, valutaria o di gestione del debito pubblico, previste alla lettera a) dell'art. 183, si affiancano, alla lettera b), esenzioni di natura privatistica per le operazioni su azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate, e alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari. Tali operazioni sono definite nel regolamento (CE) 2273/2003, come noto direttamente applicabile negli Stati membri, assieme alle condizioni da rispettare per rientrare nel cosiddetto *Safe Harbour*, condizioni ulteriormente specificate nel Regolamento emittenti emanato dalla Consob. La previsione, alquanto innovativa, implicitamente ammette che l'acquisto di azioni proprie, qualora non rientri nei parametri indicati, costituisce *market abuse*, così risolvendo una problematica che da tempo occupava il dibattito dottrinario<sup>35</sup>.

Una svolta epocale in tema di repressione dell'*insider trading* si ha con la predisposizione di un differenziato regime di responsabilità tra *insider* primari e secondari, i primi ancora assoggettati a sanzioni penali, i secondi esclusivamente a sanzioni amministrative.

Il soggetto attivo del reato di abuso di informazioni privilegiate è infatti individuato al comma 1 dell'articolo 184 come chiunque sia «in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione

---

<sup>33</sup> Seminara, *La tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 589.

<sup>34</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 18; Galli, *La disciplina...*, cit., p. 158.

<sup>35</sup> Grande Stevens, *Questioni in tema di insider trading e di compravendita di azioni proprie*, in «Riv. soc.», 1991, p. 1006.

al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio». Si considerano quindi separatamente, oltre al socio *insider*, gli *insider* istituzionali da quelli temporanei, a differenza di quanto accadeva nelle precedenti discipline che raggruppavano gli uni e gli altri in un'unica categoria delimitata «dall'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio». Riguardo alla figura di «membro di organi di amministrazione, direzione o controllo» e a quella di partecipe al capitale spicca il riferimento all'emittente e non più a un'emittente, o a una società, indeterminata come nelle precedenti discipline, con conseguente esclusione, per tali categorie di soggetti, dalla rilevanza delle informazioni non riguardanti l'emittente in cui operino. Così, mentre i membri di organi di un'emittente potranno comunque ricondursi alla categoria dei *temporary insider* in quanto acquisiscano le informazioni in ragione dell'esercizio di una funzione o di un ufficio, i soci di una società potranno rientrare, come riconosciuto anche dalla Cassazione<sup>36</sup>, solamente nella categoria “depenalizzata” degli *insider* secondari, in relazione alle informazioni attinenti un'emittente diversa da quella al cui capitale partecipano.

Di portata del tutto innovativa è l'estensione, operata dal secondo comma dell'art. 184, dei divieti di cui al comma 1 ai cosiddetti *criminal insider*, ossia coloro che siano in possesso di informazioni privilegiate «a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose», figura introdotta dall'art. 2.1 lett. d della direttiva 2003/6/CE. Come chiarito dai considerando 14 e 17 della direttiva, la disposizione risponde all'esigenza di contrastare i fenomeni speculativi connessi ad attività di matrice terroristica. Tuttavia, l'ampia formulazione adottata dal legislatore italiano è idonea a ricomprendere qualsiasi condotta integrante un delitto o preparatoria di questo<sup>37</sup>.

Il reato si realizza al compimento delle classiche condotte di *trading*, *tip-ping* e *tuyautage*. In particolare, la negoziazione di strumenti finanziari deve avvenire “utilizzando” l'informazione privilegiata; il verbo utilizzare appare sinonimo di avvalersi declinato nella norma del TUF *ante* riforma, ed esclude quindi la punibilità di chi sia semplicemente in possesso dell'informazione come invece induceva a ritenere il testo della l. 157/91. La comunicazione della notizia continua a essere punita, come anche il *tuyautage*, prescindendo dalla realizzazione di operazioni finanziarie da parte dei destinatari. Queste condotte vengono meglio specificate rispetto alle vecchie discipline, si puntualizza infatti che la comunicazione è sanzionata quando avvenga «al di fuori del normale

---

<sup>36</sup> Cass. pen., sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391.

<sup>37</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 46.

esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio», formula che sostituisce quella utilizzata in entrambe le previgenti disposizioni e che riproduce le espressioni impiegate a livello europeo sin dal 1989, interpretate dalla giurisprudenza comunitaria nel senso di richiedere che la trasmissione sia strettamente necessaria all'esercizio dell'attività svolta dal *tipper*<sup>38</sup>.

La l. 62/2005 ha triplicato le sanzioni previste dalla prima stesura del TUF, elevando la pena detentiva a un minimo di un anno fino a un massimo di sei anni, e la multa a euro ventimila nel minimo e tre milioni nel massimo. Il trattamento sanzionatorio è stato poi ulteriormente inasprito dal raddoppio delle pene così determinate a opera della l. 262/2005 (Tutela del risparmio). Il reato di *insider trading* è quindi oggi punito in Italia con la reclusione da due a dodici anni e con la multa da quarantamila euro a sei milioni. Il rigore delle attuali sanzioni è quindi adesso in linea con la severità riscontrabile nel modello Usa; tale avvicinamento è inoltre realizzato attraverso la riformulazione dell'aggravante facoltativa, prevista dall'attuale comma 3 dell'art. 184. Si consente infatti al giudice di aumentare la multa non solo fino al triplo del massimo previsto ma anche, in alternativa, «fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo». Si introduce quindi, anche nel nostro ordinamento, una misura della sanzione determinata come multiplo del profitto realizzato, superando peraltro il «solo» triplo del profitto previsto nella legislazione federale degli Stati Uniti; rimane tuttavia ancora non considerata la perdita evitata né come criterio di determinazione della multa né come parametro della gravità del fatto.

L'*insider* secondario è invece, come anticipato, perseguito solo in via amministrativa secondo il dettato dell'art. 187bis. Tale norma commina al primo comma una sanzione amministrativa pecuniaria, che si cumula con quelle penali quando il fatto costituisce reato<sup>39</sup>, a chi realizzi le stesse condotte di cui all'art. 184 nella misura, risultante dalla quintuplicazione disposta con la l. 262/05, determinabile tra un minimo di euro centomila e un massimo di cinque milioni.

Ai sensi del comma 4 dell'art. 187bis: «La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti». Innanzitutto bisogna sottolineare come ai *tippee* vengano nuovamente imposti i medesimi divieti previsti per gli

---

<sup>38</sup> «Cor. Giu. Eur.», s.n., 22 novembre 2005.

<sup>39</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 2.

*insider* primari, compresi il divieto di comunicare e suggerire, contrariamente quindi alla scelta effettuata nella prima stesura del TUF di vietare loro solo il *trading*. In secondo luogo viene ridefinita la stessa figura dell'*insider* secondario, la cui individuazione è ora fondata sulla consapevolezza di tale soggetto circa la natura privilegiata dell'informazione in base alla quale operi, o comunichi o suggerisca. La norma replica quanto previsto dall'art. 4 della direttiva 2003/6/CE, la quale si discosta da quanto previsto nella direttiva 89/592/CEE ai sensi della quale l'*insider* secondario veniva individuato non perché consapevolmente in possesso di un'informazione privilegiata, bensì in quanto consapevole del fatto che l'informazione provenisse direttamente o indirettamente da un *insider* primario. La nuova disposizione sembra quindi ampliare l'estensione della categoria dell'*insider* secondario, e con essa l'ambito di operatività dei divieti, eliminando il requisito delimitativo e restrittivo della conoscenza circa la fonte della notizia. In definitiva, l'attuale figura di *insider* secondario in Europa, e in Italia, si discosta da quella configurata nella disciplina statunitense dove la responsabilità del *tippee* si delinea, sia per la teoria fiduciaria che per quella dell'appropriazione indebita, solo se sussiste la consapevolezza da parte di quest'ultimo della violazione compiuta dall'*insider* dei propri doveri fiduciari, verso la società d'appartenenza e i suoi soci o verso la fonte della notizia, e solo se il *tipper insider* tragga un personale vantaggio dalla comunicazione<sup>40</sup>. La nuova disposizione sembra quindi tradire un'impostazione del Legislatore comunitario ancora ispirata alla *parity of information theory*, perseguendo chi operi in condizioni di privilegio informativo a prescindere dalla fraudolenza dell'ottenimento di tale vantaggio<sup>41</sup>. L'osservazione è ulteriormente confermata dalla circostanza per cui il *tipping*, tanto a opera dell'*insider* primario quanto di quello secondario, è punito a prescindere dall'effettiva negoziazione, mentre nell'ordinamento d'oltreoceano l'illecito si configura solo se si realizzi un'operazione di acquisto o vendita di titoli.

La riforma del 2005 ha mantenuto la previsione sia delle pene accessorie di cui all'art. 182 della prima stesura del TUF, sia della speciale confisca di cui al precedente art. 180 comma 5. La misura di sicurezza, che perde in questi casi i connotati di prevenzione speciale tipici della confisca prevista dall'art. 240 c.p. per assumere una funzione prettamente afflittiva, è disposta dall'art. 187 per i reati di *insider trading* e *market manipulation*, e dall'art. 187sexies per i corrispondenti illeciti amministrativi. La confisca è disposta come obbligatoria e ha

---

<sup>40</sup> Dirks v. S.E.C., 463 U.S. 646 (1983).

<sup>41</sup> Ruggiero, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in «Dir. pra. soc.», 2005, p. 11.

ad oggetto, oltre al profitto dell'illecito e a i beni utilizzati per commetterlo, già previsti nella disciplina del 1998, anche il prodotto dell'illecito, non compreso in precedenza nel novero dei beni assoggettabili alla confisca. La novità più incisiva tuttavia è l'estensione della misura ablativa ai beni di valore equivalente «qualora non sia possibile eseguire la confisca», previsione che esalta l'accennata funzione afflittiva dell'istituto come sottolineato dalla giurisprudenza<sup>42</sup>. Scompare invece l'equiparazione del patteggiamento alla condanna, compiuta nel testo previgente; tale mancata esplicitazione non è però di impedimento all'applicazione della confisca nelle ipotesi di pena concordata, giusto il rinvio operato dal comma 3 dell'art. 187 TUF alla disciplina generale dell'art. 240 c.p. «per quanto non stabilito nei commi 1 e 2».

L'intervento del 2005 ha inoltre ampliato e rafforzato la gamma dei poteri riconosciuti alla Consob, equiparandone in tal modo il ruolo a quello rivestito dalle corrispondenti autorità degli Stati membri<sup>43</sup>, con compiti e funzioni che paiono riecheggiare quelli attribuiti nell'ordinamento statunitense alla SEC. Il potenziamento della Commissione è infatti imposto dalla direttiva 2003/6/CE che all'art. 11 dispone: «Fatte salve le competenze delle autorità giudiziarie, ogni Stato membro designa un'unica autorità amministrativa competente a vigilare sull'applicazione delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva», e all'art. 12 prosegue: «All'autorità competente sono conferiti tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle sue funzioni».

Viene quindi previsto dall'art. 187septies che le sanzioni amministrative previste siano comminate dalla Consob con provvedimento motivato e che avverso tali provvedimenti si possa ricorrere entro sessanta giorni in Corte d'Appello. Il successivo art. 187octies attribuisce alla Commissione il compito di «vigilare sul rispetto delle norme del presente titolo e di tutte le altre disposizioni emanate in attuazione della direttiva 2003/6/CE» (comma 1), e quello di effettuare «tutti gli atti necessari all'accertamento delle violazioni delle disposizioni di cui al presente titolo, utilizzando i poteri ad essa attribuiti dal presente decreto». Tali poteri sono poi articolati in lunghi elenchi riportati nei successivi commi 3 e 4 dell'art. 187octies, che si rifanno all'elencazione di cui all'art. 12 della direttiva 2003/6/CE, senza riprodurre la limitazione del loro esercizio nei confronti dei soli soggetti vigilati che comprometteva, nella vigenza

---

<sup>42</sup> Cass. pen., sez. un., n. 10280; Cass. pen., sez. un., n. 26654/2008.

<sup>43</sup> Rordorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in «Le Società», 2005, p. 813.

delle precedenti discipline, l'efficacia dell'attività di vigilanza, di indagine, di accertamento e sanzionatoria<sup>44</sup>.

Infine vengono regolati i rapporti tra Consob e autorità giudiziaria, ribadendo l'obbligo del pubblico ministero che riceve una *notitia criminis* di informare il presidente della Commissione, il quale, all'esito degli opportuni accertamenti, è tenuto a trasmettere una relazione motivata al pubblico ministero qualora riscontri elementi che facciano presumere la sussistenza del reato, corredando tale relazione con la documentazione raccolta (art. 187decies).

L'articolo 187undecies riconosce alla Consob le facoltà e i diritti attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato, assegnandole così il consueto ruolo di *amicus curiae* e i poteri di stimolo, controllo e impulso del procedimento, propri di tali figure, che già le precedenti discipline le affidavano. Il secondo comma di tale articolo introduce una delle più innovative disposizioni dell'intera riforma assegnando alla Commissione la legittimazione all'esercizio dell'azione civile nel processo penale relativo a *market abuse*: «La Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato». La norma ha suscitato diverse perplessità in dottrina, che ne ha indicato la natura sanzionatoria più che risarcitoria alla stregua dei *punitive damages* di *common law*<sup>45</sup>. La configurabilità di tale categoria di rimedi nel nostro ordinamento è tuttavia respinta dalla giurisprudenza italiana<sup>46</sup>, la questione sarà affrontata nell'analisi dei profili civilistici.

## 5. L'evoluzione della disciplina italiana

Il percorso normativo sopra ripercorso permette di svolgere alcune riflessioni. Innanzitutto è da notarsi che nel giro di quindici anni si è passati dalla totale indifferenza dell'ordinamento per l'*insider trading*, registrabile anteriormente alla l. 157/91, alla scelta attuale di una repressione particolarmente severa, almeno per i canoni italiani, quantomeno in riferimento al trattamento sanzionatorio previsto, con minimi e massimi edittali progressivamente aumentati nel

---

<sup>44</sup> Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p. 139.

<sup>45</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pp. 186 e ss.

<sup>46</sup> Cass. civ., sez. III, 19 gennaio 2007, n. 1183.

susseguirsi delle diverse riforme<sup>47</sup>. Sorprende quindi il ritardo della legislazione italiana nel disciplinare il fenomeno, soprattutto se confrontata con l'esperienza statunitense che, come visto, affronta la questione sin dagli anni Trenta dello scorso secolo in via legislativa e ancor prima in ambito giurisprudenziale e dottrinario. È pur vero che il mercato finanziario ha avuto un'evoluzione più rapida negli Stati Uniti rispetto al nostro Paese, ma non tale da giustificare un ritardo di quasi sessant'anni<sup>48</sup>; infatti, la nostra dottrina aveva da tempo evidenziato le carenze della legislazione nazionale nella regolazione di tali fenomeni<sup>49</sup>.

La spinta decisiva si è avuta, come visto, dalla necessità, in un certo senso dall'obbligo, di conformarsi alla legislazione europea, che con l'intento di armonizzare le discipline dei singoli Stati membri ha sostanzialmente imposto una regolamentazione del fenomeno anche in Italia. Il Legislatore italiano, nell'applicare il divieto, ha optato per una repressione di natura esclusivamente penalistica, pur se con pene inizialmente poco incisive, sebbene una soluzione così estrema non fosse imposta dal diritto comunitario. Tale scelta fu probabilmente suggerita dalle considerazioni di quella dottrina che non vedeva altre vie praticabili per un'effettiva tutela di un interesse pubblico quale appariva la parità di informazioni<sup>50</sup>, oltre che dalla volontà di offrire una risposta forte alle accuse di inadeguatezza del sistema italiano nella regolamentazione delle dinamiche finanziarie.

Tuttavia, alla severità dello strumento prescelto non si accompagnò un'effettiva applicazione giurisprudenziale della disciplina, in ragione delle incompatibilità di cui abbiamo detto tra la legge speciale e i principi generali del diritto penale, tanto che tali considerazioni portarono a parlare di norma manifesto<sup>51</sup>. La disciplina in materia ha sempre sofferto, infatti, del *trade off* tra necessità di elasticità delle norme repressive di un fenomeno multiforme quale l'*insider trading* e principio di determinatezza del diritto penale, poco incline ad accettare clausole generali nella definizione dei reati. Insomma, una delle maggiori cause del successo della *rule* 10(b)-5 nel sistema nordamericano, la sua flessibilità e adattabilità alle svariate situazioni offerte dalla realtà economica, si è rivelata la più grave pecca delle corrispondenti disposizioni nell'ordinamento italiano, fonte di grandi incertezze applicative e impedimento di un'efficace repressione del fenomeno.

---

<sup>47</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 27.

<sup>48</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 24.

<sup>49</sup> Corapi, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in «Riv. D. Comm.», 1968, p. 288.

<sup>50</sup> Seminarà, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, p. 352.

<sup>51</sup> Napoleoni, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo*, cit., p. 2244.

L'effettività del divieto soffre quindi in Italia, oltre le generali problematiche di durata dei processi e di diffusa estinzione dei reati dovuta all'istituto della prescrizione, la scelta di perseguire gli abusi in via esclusivamente, almeno inizialmente, penalistica, ciò in ragione della scarsa adattabilità del sistema penale alla fenomenologia dell'*insider trading*. Le differenze tra le due esperienze sono perciò in gran parte causate dalla diversa tecnica normativa adottata dai due sistemi, sebbene proprio la regolamentazione dei mercati finanziari rappresenta uno dei più intensi esempi di produzione legislativa dell'ordinamento statunitense, caratterizzato in generale, come sistema di *common law*, da un diritto di matrice prettamente giurisprudenziale. Residua tuttavia ampio spazio, nonostante tale massiccio ricorso alla fonte legislativa nella materia, per l'attività normativa della giurisprudenza, i cui contributi sono stati determinanti prima nell'individuazione delle fattispecie e poi nel correggere e delimitare l'operatività delle leggi federali. Emblematica l'assenza di una definizione legislativa delle condotte di *insider trading* e di una nozione positiva di informazione privilegiata, concetti determinati esclusivamente in ambito giurisprudenziale.

In antitesi si pone l'esperienza italiana, ed europea, che ha registrato un'*escalation* definitoria culminata nell'attuale art. 181 del TUF interamente dedicato alla nozione di informazione privilegiata, e che tuttavia continua a presentare frizioni con le esigenze di determinatezza proprie della nostra tradizione giuridica<sup>52</sup>.

Altro fattore di differenziazione è rappresentato dallo scopo delle due normative poste a confronto, l'una, quella statunitense, finalizzata a reprimere le frodi in ottica di protezione dai pregiudizi arrecati dall'*insider trading* a interessi principalmente individuali e solo di riflesso idonea al perseguimento di finalità generali; l'altra, quella italo-europea, tendente al soddisfacimento di un interesse pubblico quale l'efficienza del mercato, intesa, forse erroneamente<sup>53</sup>, nel senso di parità d'accesso all'informazione.

La differenza di approccio emerge con evidenza nel regime di responsabilità degli *insider* secondari, sanzionati in Italia, sebbene solo amministrativamente, in quanto operino in possesso di un'informazione privilegiata, a prescindere dal modo in cui questa sia stata ottenuta. Al contrario, negli Stati Uniti, il *trading del tippee* è illecito solo se realizza una condotta fraudolenta quanto all'acquisizione del dato informativo. Nel nostro ordinamento si sanziona la disparità

---

<sup>52</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 18.

<sup>53</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 127.

informativa indipendentemente dalle sue cause, in quello d'oltreoceano solo il dislivello che sia originato da comportamenti fraudolenti<sup>54</sup>.

Tale difformità di prospettive, oltre a costituire il *leit motiv* della comparazione tra i due sistemi, dispiega significativi riflessi sulla tutela degli interessi coinvolti dalle pratiche di *insider trading* e della cui analisi subito ci occuperemo.

## 6. Interessi privatistici

Da un punto di vista fenomenologico l'*insider trading* produce ovviamente in Italia gli stessi effetti negativi, o esternalità in termini economici, individuati nell'esperienza nordamericana. La nostra dottrina<sup>55</sup> ha da tempo aderito alla tripartizione dei soggetti danneggiati già proposta, sulla scorta dell'analisi economica del diritto, negli Stati Uniti, indicando come titolari di interessi pregiudicati dagli abusi informativi il mercato, gli emittenti e gli investitori<sup>205</sup>.

A tale identità fattuale, tuttavia, non corrisponde una coincidenza di rimedi giuridici offerti dai due ordinamenti considerati. Le differenze, oltre a derivare dalle generali caratteristiche dei due sistemi, prima tra tutte il rapporto tra le fonti del diritto, sono generate dalle distinte finalità che i due ordinamenti si propongono nella repressione dell'*insider trading*. Occorre quindi considerare le influenze che tale discrasia di scopi esercita sulle forme di tutela civile apprestate, sia con norme specifiche che con i generali rimedi del diritto privato e commerciale, nel nostro ordinamento in raffronto con le soluzioni adottate nel modello di riferimento, il modello statunitense.

## 7. La Consob parte civile

Abbiamo visto il ruolo fondamentale assegnato alla Consob nella repressione dell'*insider trading* e come tale ruolo sia stato progressivamente potenziato, dalle riforme succedutesi nella disciplina del fenomeno, attraverso l'ampliamento dei poteri ispettivi e di accertamento ma, soprattutto, con l'attribuzione di notevoli poteri sanzionatori<sup>56</sup>. Alla Commissione è stato inoltre assegnato, sin dalla prima

---

<sup>54</sup> Ruggiero, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in «Dir. pra. soc.», 2005, p. 11.

<sup>55</sup> Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 1, Milano 1993; Maccabruni, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in «Giur. Comm.», 1995, parte I, p. 596.

<sup>56</sup> Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, pp. 265 e ss.

disciplina del 1991, un ruolo attivo nel processo penale per abuso di informazioni privilegiate, ruolo inizialmente limitato alle facoltà attribuite dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato, cui si aggiungeva, nella legge 157/91, l'esercizio dei diritti e delle facoltà della persona offesa dal reato, un doppio ruolo che, come detto, suscitava diverse perplessità e che è stato opportunamente eliminato dal Legislatore del 1998. La riforma del 2005 ha poi introdotto, con il nuovo art. 187undecies, la facoltà della Consob di costituirsi parte civile e di ottenere il risarcimento per i danni cagionati al mercato dalle pratiche di *market abuse*: «La Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato». La norma ha creato svariate problematiche.

In verità, già nella vigenza della l. 157/91 si era avanzata in dottrina la possibilità di riconoscere, sussistendone i presupposti richiesti dal codice di rito, la legittimazione dell'Autorità di vigilanza a costituirsi parte civile per dare un senso alla doppia attribuzione di cui all'art. 8 comma 6<sup>57</sup>. L'opinione dominante respingeva però tale tesi ritenendola in contrasto con la lettera dell'art. 74 c.p.p.<sup>58</sup>, disciplinante la costituzione di parte civile. A conferma di ciò, altra dottrina, nel sottolineare la natura pubblica del danno al mercato, individuava come ipotetico soggetto legittimato a un'azione risarcitoria per il ristoro di tale pregiudizio proprio la Consob, esprimendosi però solo in prospettiva *de jure condendo* ed escludendo quindi la praticabilità di questa soluzione ai sensi della l. 157/91, e in mancanza di un'espressa disposizione di legge<sup>59</sup>.

In senso opposto, altri autori continuano a sostenere l'ammissibilità della costituzione di parte civile della Consob, ai sensi delle generali disposizioni del codice di procedura penale, nei casi disciplinati dalla normativa precedente alla l. 62/2005, attribuendo quindi all'art. 187undecies «portata meramente ricognitiva» della facoltà di cui la Commissione già disponeva<sup>60</sup>. L'assunto trova riscontro peraltro in certi precedenti giurisprudenziali, il più celebre dei quali è quello relativo all'ammissione della costituzione della Consob quale parte civile nel processo Parmalat "primo troncone" ove, con riferimento al testo *ante*

---

<sup>57</sup> Carbone, *Il ruolo della CONSOB ed i nuovi doveri di informazione*, in «Riv. Dir. Comm.», parte I, 1992, pp. 649, 688.

<sup>58</sup> Seminara, *La tutela...*, cit., p. 470.

<sup>59</sup> Maccabrini, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in «Giur. Comm.», parte I, 1995, pp. 596, 620.

<sup>60</sup> Stella, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, pp. 78-79.

riforma degli artt. 185 e 187 TUF, si afferma nell'ordinanza del G.U.P.: «Il fatto che la legislazione non preveda espressamente, così come fa in altre ipotesi ed in relazione ad altri Enti, un potere della Consob di costituirsi parte civile in procedimenti penali non comporta automaticamente la negazione della possibilità di esercitare detta azione, operando il principio generale di cui agli artt. 74 c.p.p. e 185 c.p.»<sup>61</sup>.

In questa prospettiva, la norma viene interpretata come chiarificatrice, tanto nel senso di superare i dubbi di carattere processuale, quanto individuando l'integrità del mercato come interesse comunque leso dai *market abuse*, e indicando al contempo la valutazione equitativa quale metodo di determinazione del danno risarcibile e i parametri da considerare in tale stima, così risolvendo le difficoltà di quantificazione e di onere probatorio riscontrabili nel riconoscimento del risarcimento di un interesse diffuso come quello in discorso.

Proprio la tipologia dei parametri di cui tener conto nella valutazione equitativa fa dubitare della natura puramente risarcitoria della misura; taluni di essi infatti riecheggiano il contenuto dell'art. 133 c.p., che indica i criteri di determinazione della sanzione penale, e inoltre coincidono con gli aspetti del caso concreto che possono giustificare l'applicazione dell'aggravante di cui al comma 3 dell'art 184: «Rilevante offensività del fatto», «qualità personali del colpevole» ed «entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato». L'utilizzo di tali indicatori sembra infatti tradire la natura sanzionatoria del rimedio introdotto<sup>62</sup>, suggerendo la sua configurabilità quale danno punitivo ed escludendone quindi la sua retroattività. Di conseguenza dovrebbe ritenersi non esercitabile l'azione civile della Commissione nei procedimenti penali riguardanti reati commessi in data anteriore a quella di entrata in vigore della l. 62/05<sup>63</sup>.

Di diverso avviso pare essere la giurisprudenza di merito, si è infatti consolidato un orientamento giurisprudenziale, principalmente in seno al Tribunale di Milano, che, escludendo la natura sanzionatoria della previsione di cui all'art. 187undecies comma 2 TUF, ha ritenuto applicabile retroattivamente la norma, ammettendo la costituzione di parte civile della Consob in processi per *market abuse* realizzati anteriormente alla riforma del 2005.

Esclusa quindi l'irretroattività del rimedio, l'attività dei Giudici si è focalizzata sull'esatta individuazione dei profili risarcitori in favore della Commissio-

---

<sup>61</sup> Trib. Milano, ord. 25 gennaio 2005, G.U.P. Sacconi.

<sup>62</sup> Camera, *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in «Foro amb.», 2006, p. 441.

<sup>63</sup> Rodorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in «Le Società», 2005, p. 818.

ne a titolo di danni all'integrità del mercato. La prima sentenza<sup>64</sup> che applica l'art. 187undecies, dopo aver affermato che «la Consob è dunque legittimata a chiedere il ristoro del danno sofferto in seguito alla frustrazione dei propri fini istituzionali di tutela dell'integrità del mercato» e che «in ragione del rapporto di continenza tra il bene giuridico tutelato dalla fattispecie incriminatrice (la regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e la regolarità dell'andamento dei mercati finanziari, la cui turbativa compromette l'efficienza e la trasparenza dei meccanismi di mercato in danno dell'economia pubblica) e la missione istituzionale dell'ente, l'esistenza di questo danno va ritenuta una conseguenza normale del reato e non necessita di prova specifica», stabilisce che «il termine “danno all'integrità del mercato” riportato nella formulazione dell'art. 187undecies T.U.F. 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, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile (anche) in via equitativa»<sup>65</sup>.

La pronuncia offre quindi un'interpretazione che garantisca la riferibilità del pregiudizio a un interesse del soggetto a cui si riconosce la riparazione, così da escludere la riconducibilità del rimedio alla categoria dei danni punitivi e rispettare il «principio generale secondo cui la conseguenza di un'azione illecita è, sul piano civile, il risarcimento del danno e non anche l'arricchimento del danneggiato»<sup>66</sup>. Si evitano in questo modo i problemi derivanti dalla mancanza di una norma che indichi la destinazione ultima delle somme liquidate in favore della Commissione<sup>67</sup>, altro argomento utilizzato dalla dottrina come indicatore della celata funzione punitiva della norma<sup>68</sup>. Allo stesso tempo si esclude che la riparazione di un pregiudizio «effettivamente e specificatamente arrecato all'ente costituito in giudizio» possa essere considerata «esponenziale di tutti i danni, da chiunque subiti» e si esclude altresì che alla Commissione si sia «attribuita la facoltà di surrogarsi agli altri soggetti giuridici eventualmente danneggiati, cui continua ad essere riconosciuto il rispettivo diritto ad esercitare l'azione civile». Sono quindi fatti salvi «i danni eventualmente arrecati alla platea di consumatori, risparmiatori, investitori, intermediari e operatori i cui diritti soggettivi sono normalmente lesi dagli abusi di mercato»<sup>69</sup>.

---

<sup>64</sup> Trib. Milano, sez. III pen., 24 giugno 2006 n. 3406.

<sup>65</sup> *Ivi*, p. 365, i passi citati sono stati inseriti nella Relazione per l'anno 2006 Consob, p. 85.

<sup>66</sup> *Ivi*, p. 367.

<sup>67</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 384.

<sup>68</sup> Atelli-Aterno, *L. 18 aprile 2005, n. 62 (G.U. 27 aprile 2005, n. 96, S.O.) - Legge comunitaria per il 2004*, in «Resp. Civ.», 2005, n. 6, pp. 1, 3.

<sup>69</sup> Trib. Milano, sez. III pen., 24 giugno 2006 n. 3406, p. 364.

I Giudici procedono poi ad una tripartizione del danno subito dalla Commissione e, oltre quello non patrimoniale di frustrazione dei fini istituzionali, riconoscono la configurabilità di altre due tipologie di danni subiti dall'Autorità di vigilanza ma non lamentati nella costituzione di parte civile: il danno patrimoniale corrispondente ai costi sostenuti per le attività di indagine e istruttorie e l'ulteriore danno non patrimoniale per il pregiudizio arrecato all'immagine dell'ente.

In una successiva sentenza di primo grado dello stesso Tribunale<sup>219</sup>, perseguendo sul riconoscimento dell'efficacia retroattiva dell'art. 187undecies e continuando a escludere un ruolo surrogatorio della Commissione rispetto ad altri soggetti eventualmente danneggiati, vengono condannati gli imputati per *insider trading*, oltre che alle sanzioni penali previste nella disciplina *ante riforma*, essendosi verificati i fatti precedentemente all'entrata in vigore della l. 62/05, al pagamento di un cospicuo risarcimento in favore della Consob. Il danno questa volta viene ridimensionato, non nell'ammontare, a due sole voci: i danni patrimoniali ancora individuati nei costi sostenuti dalla Commissione per l'accertamento delle pratiche di abuso di informazioni privilegiate e i danni non patrimoniali quali danni al mercato consistenti in un «danno da discredito istituzionale», assimilato nell'occasione al danno all'immagine per giustificare la determinazione equitativa<sup>220</sup>.

Ancora il Tribunale di Milano, in un'altalena di valutazioni che testimonia la problematicità dell'art. 187undecies, ritorna sulla tripartizione del danno alla Consob con una sentenza che si contraddistingue per l'ammontare delle somme liquidate, sei milioni di euro<sup>221</sup>. I Giudici, pur sostenendo in un lungo ragionamento la fondatezza causale del danno così determinato in via equitativa, sostengono che: «Il risarcimento del danno in via generale svolge anche una funzione di deterrente nella commissione degli illeciti e, in particolare, nella fattispecie di danno al mercato, si configura anche come strumento idoneo a promuovere la trasparenza». Il riferimento alla deterrenza del danno ha ovviamente rinvigorito la tesi della dottrina che interpreta l'istituto come *punitive damages*<sup>222</sup>. Inoltre, la liquidazione dei danni non patrimoniali, quella all'integrità del mercato e quella all'immagine della Consob, nell'occasione considerate separatamente e tra loro distinte, è avvenuta sulla base del profitto realizzato con l'abuso. La circostanza ha allarmato certa dottrina preoccupata dalla tendenza, che questa pronuncia potrebbe inaugurare, a «eguagliare il danno della Commissione con il profitto del reo» così erodendo, se non eliminando del tutto, il margine per le pretese risarcitorie dei singoli danneggiati<sup>223</sup>.

Il severo orientamento che andava delineandosi nel foro lombardo pare arrestarsi in una pronuncia dello stesso tribunale di poco successiva alle pre-

cedenti<sup>224</sup>, nella quale si riducono le voci di danno risarcibile in favore della Commissione. Innanzitutto viene negata la configurabilità di un danno all'immagine della Consob, sostenendo che: «Al contrario, dal concreto risultato sortito dall'azione di vigilanza ed accertamento dispiegata da Consob – cioè, in concorso con altri soggetti e poteri dello Stato, l'accertamento del reato e la condanna del colpevole –, la sua immagine è uscita invece rafforzata ed il suo prestigio accresciuto»<sup>225</sup>. Si ritiene poi inesatto il riconoscimento operato nelle pronunce precedenti di un danno patrimoniale patito dalla Commissione in ragione dei costi sostenuti nello svolgimento dell'attività di accertamento, tale attività infatti «è svolta *ex lege* indipendentemente dalla consumazione del singolo fatto-reato e comunque in ottemperanza a precisi doveri istituzionali. Cioè l'impiego di risorse in vista dell'accertamento penale non trova titolo giuridico nella realizzazione dell'illecito, ma nell'esercizio doveroso di una pubblica funzione, dunque non è assimilabile in alcun modo al danno da reato: non conta che il reato abbia dato luogo all'accertamento se l'accertamento è dovere giuridico dell'ente che lo realizza. Il reato, cioè, funziona solo da occasione di doveroso esercizio di un potere/dovere che rinviene altrove la sua ragion d'essere»<sup>226</sup>. Risulterebbe infatti paradossale sostenere che l'esistenza di un ente preposto al controllo debba finanziarsi con metodo risarcitorio<sup>227</sup>. Si preferisce quindi un'individuazione del danno più aderente al dato letterale dell'articolo 187undecies comma 2, ossia il danno all'integrità dei mercati intesa come «componente fondamentale del mercato stesso, in quanto condizione essenziale perché gli investitori e i negozianti possano riporvi fiducia, ritenere che esso funziona secondo regole, principi e prassi effettive, riconoscibili ed uguali per tutti, così da adeguarvisi e da contribuire alla formazione di un mercato massimamente efficiente»<sup>228</sup>. È chiaro, come più volte detto e come rilevato in tale sentenza, che l'*insider trading* e gli abusi di mercato in generale, ledendo l'integrità del mercato, suscitano sfiducia negli investitori, allontanano gli operatori onesti e alimentano prassi scorrette. Afferma quindi il Giudice: «Ciò integra indubbiamente un danno al mercato degli strumenti finanziari quotati, danno che – per quanto il bene protetto sia eminentemente immateriale e di creazione normativa – tuttavia è concreto, ricade sull'intera economia e sulla società, non è facilmente quantificabile ma è certamente connesso “all'offensività del fatto, alle qualità personali del colpevole, all'entità del prodotto o profitto conseguito”»<sup>229</sup>. Si rileva quindi che, con l'intento di evitare che tale danno resti non riparato, il Legislatore ha optato per il riconoscimento in capo alla Consob del diritto al ristoro di un pregiudizio così delineato, non in quanto soggetto effettivamente danneggiato ma quale ente che, essendo preposto alla vigilanza del mercato e all'accertamento degli abusi, è in grado di ripristinare l'integrità del mercato

lesa dall'illecito. Si opera quindi una scissione tra soggetto danneggiato e soggetto legittimato a ottenere il risarcimento, ma ciò non preoccupa in quanto «l'interesse leso – integrità del mercato regolamentato – non ha un titolare entificato; la lesione ed il danno sono effettivi e concreti; Consob è il soggetto che, incamerato il risarcimento, non può che destinarlo *ex lege* alla riparazione del danno. Dunque la scissione tra titolarità dell'interesse leso e titolarità del diritto al risarcimento – pur logicamente esistente – rimane del tutto formale e, quindi, ininfluyente»<sup>230</sup>.

La ricostruzione così operata non ha però avuto seguito nella giurisprudenza di merito, anche perché porterebbe a escludere che prima della l. 62/05 la Consob fosse legittimata a costituirsi parte civile. Successive sentenze del Tribunale di Milano hanno poi riconosciuto il risarcimento in favore della Commissione sia con riferimento ai costi sostenuti nell'attività di accertamento che in merito al danno «sofferto dall'ente a cagione della frustrazione dei propri fini istituzionali»<sup>231</sup>.

È infine intervenuta sull'argomento la Corte di Cassazione, con la sentenza n. 8588/2010<sup>232</sup>, chiamata a pronunciarsi circa la legittimità dell'applicazione retroattiva del disposto di cui all'art. 187 comma 2 del TUF a un caso di *insider trading* verificatosi anteriormente alla vigenza della l. 62/2005. I Giudici di ultima istanza nell'analizzare la norma ne scindono il dettato considerando la prima parte, relativa alla legittimazione della Consob a costituirsi parte civile in generale, come ricognitiva di una potestà processuale già riconosciuta dal nostro ordinamento agli enti pubblici dotati di soggettività, escludendo tuttavia tale natura per la seconda frazione della disposizione ritenuta del tutto innovativa. La facoltà, riconosciuta dal Legislatore a questa parte civile di formulare istanza per la riparazione dei danni causati dai *market abuse* all'integrità del mercato, rappresenta infatti, secondo la ricostruzione della Corte, un nuovo diritto, o preferibilmente una nuova situazione giuridica soggettiva, precedentemente non rinvenibile nell'ordinamento. In considerazione quindi del «*novum* conferito dall'art. 187undecies 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 anteriori alla sua vigenza».

Nel ragionamento che conduce alla natura innovativa, e dunque all'irretroattività, della norma, la Corte procede all'analisi del contenuto della tutela riparatoria introdotta, individuandolo nell'integrità del mercato quale sintesi delle finalità perseguite dall'intero quadro normativo di riferimento, TUF e direttiva 2006/06/CE. Si esclude quindi che il pregiudizio possa consistere in un danno patrimoniale della Commissione, non offesa dal reato nella propria sfera

giuridica: «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»<sup>70</sup>. Quindi il danno considerato dall'art. 187undecies non coincide con la frustrazione delle funzioni dell'ente, in quanto conseguenza di quel reato che le stesse funzioni sono chiamate a prevenire o reprimere, tutt'al più la realizzazione dell'illecito potrebbe condurre a «riguardare a Consob come potenzialmente responsabile di un insufficiente controllo a cui era stata preposta»<sup>71</sup>.

Similmente viene respinta, in sintonia con la sentenza n. 771/2007 del Tribunale di Milano esplicitamente richiamata dai Giudici di legittimità, l'equiparazione tra danno all'integrità del mercato e danno all'immagine della Commissione, pregiudizio non patrimoniale comunque astrattamente ipotizzabile in aggiunta e non in luogo del danno al mercato. Nel caso di specie, tuttavia, la solerzia con cui si era attivata la Consob e l'efficacia della sua opera di accertamento avrebbero giovato alla sua reputazione presso gli operatori di mercato.

La pronuncia si preoccupa inoltre di rilevare la non configurabilità di un ruolo surrogatorio dell'Autorità nei diritti dei singoli danneggiati: «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 [...]).»

La Corte prende quindi atto dell'«inconsueta sfasatura logica – voluta espressamente dal legislatore – tra il soggetto titolare del diritto leso (il mercato) e la titolarità all'indennizzo conseguente alla lesione» e stabilisce, come detto, la non retroattività dell'istituto in ragione dell'irrilevanza giuridica, precedentemente alla riforma del 2005, delle situazioni di fatto che con essa si tutelano.

Il Collegio lascia tuttavia aperto uno spiraglio alla tesi della natura sostanzialmente sanzionatoria del rimedio in quanto, pur richiamando espressamente la sentenza<sup>235</sup> della stessa Corte di Cassazione che aveva respinto la configurabilità delle sanzioni civili nell'ordinamento italiano perché consentirebbero l'arricchimento di chi non è stato danneggiato o comunque più di quanto lo sia stato, fa notare come la stessa sentenza sia precedente alla modifica dell'istituto della lite temeraria nel codice di procedura civile, istituto fortemente sospettato,

---

<sup>70</sup> *Ibidem.*

<sup>71</sup> *Ibidem.*

per la sua attuale azionabilità d'ufficio, di atteggiarsi a danno punitivo. La situazione della Consob, secondo la ricostruzione sulla natura dell'art. 187undecies, sostenuta nella sentenza in discorso, parrebbe poi essere proprio quella di un soggetto che gode di un indennizzo per un danno che non ha subito. Si aggiunga poi che la Corte rievoca tra l'altro il monito della Corte Europea ad «aderire alla sostanza degli istituti, al di là delle mere espressioni letterali» e sostiene che, comunque, l'inquadramento della previsione nella categoria dei *punitive damages* rafforzerebbe la irretroattività della norma in quanto sanzionatoria.

Si comprende quindi come già in sede di primo commento della sentenza si sia sostenuto che i Giudici di legittimità propendessero per tale linea interpretativa e che, pur non avendo voluto prendere una posizione netta, fossero convinti della funzione repressivo-deterrente della nuova disposizione<sup>72</sup>.

In conclusione deve rilevarsi l'originalità dell'istituto introdotto dal Legislatore italiano anche in ottica comparatistica. La previsione di un ristoro dei danni subiti dal mercato in favore dell'organo di vigilanza non corrisponde, infatti, a nessuno dei rimedi azionabili dalla SEC nei confronti di chi compia frodi finanziarie abusando di informazioni privilegiate, né il *disgorgement* né le *civil monetary penalties* svolgono una siffatta funzione. Tali rimedi possono essere invece paragonati rispettivamente alla confisca, anche per equivalente, del prodotto e del profitto del reato di cui all'art. 187 TUF e alle sanzioni amministrative irrogabili dalla stessa Consob ai sensi dell'art. 187bis, il cui importo può essere determinato ora anche come multiplo dei profitti realizzati con il compimento dell'illecito, similmente a quanto disposto dalla legislazione federale statunitense in merito alle *civil penalties*. Gli istituti del diritto nordamericano tuttavia perseguono finalità parzialmente differenti dai corrispondenti rimedi italiani; oltre alle comuni funzioni repressivo-deterrenti, infatti, gli strumenti d'oltreoceano hanno come ultimo scopo il ristoro dei pregiudizi patiti dagli investitori in seguito alle pratiche abusive. Le somme riscosse sono oggi infatti destinate a confluire nel *Fair Fund*, istituito, come visto nel precedente capitolo, per compensare le vittime delle frodi societarie. L'ordinamento italiano non contempla una simile destinazione di quanto riscosso a titolo di confisca o sanzione pecuniaria e anzi le misure possono seriamente compromettere, come si vedrà, le ragioni dei singoli danneggiati. Né funzioni di ripristino delle situazioni individuali può svolgere la riparazione del danno all'integrità del mercato in favore della Consob di cui al comma 2 dell'art. 187undecies, essendo stata

---

<sup>72</sup> Mauceri, *Abusi di mercato e responsabilità civile: danni all'integrità del mercato e danni non patrimoniali agli enti lucrativi lesi dal reato*, in «Nuova giur. civ. com.», 2010, pp. 1001, 1003.

esclusa tale possibilità dalle diverse pronunce che hanno esaminato la natura e il contenuto della norma, da ultima quella su analizzata della Corte di Cassazione.

Tali differenze nelle soluzioni adottate dai due ordinamenti considerati testimoniano la discrasia di prospettive con cui si reprime l'*insider trading* nei due Paesi: in un'ottica di tutela, almeno in via primaria, del singolo, negli Stati Uniti; in funzione invece di un interesse pubblico, che ne giustifica la disciplina prettamente pubblicistica, in Italia.

## 8. I danni all'emittente

Abbiamo visto che l'*insider trading* può, a seconda delle circostanze, danneggiare anche l'emittente. La responsabilità dell'*insider* verso la società si configura in maniera differente in funzione della posizione che l'autore dell'abuso riveste nei confronti dell'emittente, del rapporto giuridico quindi intercorrente tra queste due parti.

Così per le ipotesi di pratiche abusive poste in essere dagli amministratori è certamente configurabile la responsabilità di tali soggetti ai sensi dell'art 2392 c.c. per avere realizzato atti contrari ai doveri loro imposti dalla legge. Precedentemente alla riforma del diritto societario<sup>73</sup>, tale violazione si individuava nell'inadempimento dell'obbligo di perseguire l'interesse sociale, e si proponeva, in alternativa al rimedio risarcitorio, l'applicazione dell'art. 1713 c.c. regolante il mandato<sup>74</sup>. La norma dispone che il mandatario deve rimettere al mandante tutto ciò che ha ricevuto a causa del mandato; con una certa forzatura del dato letterale si attribuiva a tale disposizione una funzione preventiva rispetto ai danni che possono derivare da un'esecuzione infedele del mandato, rendendo così adattabile l'istituto ai casi di *insider trading*. Lo stesso commentatore che suggeriva una siffatta soluzione rilevava tuttavia come la lettura proposta si scontrasse con la consolidata interpretazione dell'espressione "a causa" di cui all'art. 1713 c.c. in senso forte, escludendo la ripetibilità di quanto conseguito semplicemente "in occasione" del mandato<sup>75</sup>.

Accantonato quindi il ricorso al rimedio previsto per il mandato, che tanto echeggiava la disciplina dettata nell'ordinamento statunitense in tema di

---

<sup>73</sup> D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6

<sup>74</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge 157/1991*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 1992, p. 749.

<sup>75</sup> *Ivi*, p. 753.

cosiddetti *short-swing profits*<sup>76</sup>, si preferiva quindi delineare la responsabilità dell'amministratore come conseguente alla violazione dei propri doveri fiduciari verso la società, risolvendosi la stessa in un'azione di responsabilità *ex art. 2393 c.c.* e nella revoca per giusta causa dell'incarico, salvo in ogni caso il risarcimento del danno<sup>77</sup>.

L'ipotesi di responsabilità per inadempimento dei doveri imposti per legge è oggi rafforzata in seguito alla riscrittura dell'art. 2391, operata con la riforma del 2003. Infatti, l'ultimo comma di tale articolo dispone: «L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico», norma applicabile alle corrispondenti figure nei modelli monistico e dualistico in virtù della generale equiparazione operata dall'art. 2380 c.c. Per quanto non limitata alle sole ipotesi di *insider trading*, ben potendo i danni e le opportunità non assurgere al rango di informazione privilegiata, la norma pare ricomprendere nel suo ambito l'utilizzazione abusiva dell'informazione posseduta in ragione della «qualità di membro di organi di amministrazione»<sup>78</sup>. Il riconoscimento della responsabilità necessiterà comunque della dimostrazione da parte della società di aver subito un danno dall'attività del *manager*, pregiudizio che potrebbe anche configurarsi come danno all'immagine e che prescinde dal conflitto tra gli interessi della società e quelli dell'amministratore. La società dovrà inoltre dimostrare che i dati o le notizie siano stati «appresi nell'esercizio dell'incarico», prova che potrà senz'altro essere raggiunta in via presuntiva e in riferimento alle circostanze di fatto riscontrabili nel caso concreto<sup>79</sup>.

Qualora l'abuso informativo sia invece compiuto da soggetti diversi dagli amministratori, la responsabilità nei confronti della società andrà ricostruita su differenti basi normative. Così per l'*insider* dipendente della società si configura la violazione dell'obbligo di fedeltà al proprio datore di lavoro *ex art. 2105 c.c.*, mentre all'*insider* collaboratore autonomo si potrà addebitare la violazione della clausola generale di buona fede e correttezza stabilita dall'art. 1175 che impone obblighi di protezione nell'esecuzione del contratto, cui si aggiungono le diverse discipline regolanti quella specifica<sup>80</sup>.

---

<sup>76</sup> Securities Exchange Act, Section 16(b).

<sup>77</sup> Maccabruni, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., p. 615.

<sup>78</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 369.

<sup>79</sup> Ducci, *Azioni risarcitorie per insider trading: alla ricerca di nuovi strumenti di tutela*, in «Riv. dir. Impr.», 2004, pp. 499, 519.

<sup>80</sup> *Ivi*, p. 520.

In ogni caso, la responsabilità discende dalla violazione di obblighi fiduciari che legano a vario titolo, ma sempre di natura contrattuale<sup>81</sup> od organica<sup>82</sup>, il soggetto agente alla società. Resta tuttavia il problema della quantificazione del danno provocato alla società, risultando arduo ricondurre tali ipotesi nei canoni di immediata e diretta consequenzialità richiesti dall'art. 1223 c.c. per il risarcimento in generale. Al fine di superare siffatti limiti probatori, pur non escludendosi il ricorso alla valutazione equitativa del danno ai sensi dell'art. 1226, diversi autori<sup>83</sup> auspicano il consolidarsi della prassi di introdurre una clausola penale *ex art. 1382* nei contratti tra gli *insider* e gli emittenti, che attribuisca alla società una somma forfettaria in caso di *insider trading*, individuandola nel profitto conseguito dall'*insider* o in un suo multiplo. Ancora una volta la dottrina pare scontare l'esempio del modello statunitense ove, come detto, il profitto dell'*insider* assurge a riferimento non solo della responsabilità penale ma anche di quella civile, nel cui ambito è adottato per eludere, con tipico pragmatismo nordamericano, le stesse difficoltà di quantificazione del danno che si ripropongono nel nostro ordinamento.

È peraltro da escludersi che nel nostro sistema la condotta dell'*insider* possa configurarsi quale appropriazione di un bene, immateriale quale è l'informazione, di proprietà dell'emittente come avviene invece negli Stati Uniti secondo la *misappropriation theory*. Abbiamo visto infatti che tale teoria considera illecito l'*insider trading* in quanto fraudolento verso la fonte dell'informazione, riconoscendo dunque in capo alla società un diritto di privativa, un *property rights*, sull'informazione stessa, diritto che viene violato da chi la utilizzi senza il consenso della società. Da ciò si deduce che la società potrebbe liberamente disporre di tale diritto e consentire quindi ai propri *insider* di avvantaggiarsi dell'informazione negoziando sui titoli il cui valore subisce la sua influenza. Questo sembra infatti essere il senso dato alla *misappropriation theory* dalla Corte Suprema nel caso O'Hagan<sup>84</sup>.

Alle stesse conclusioni non può pervenirsi nell'assetto dato al fenomeno dalla disciplina italiana ed europea. Abbiamo più volte ripetuto come l'intero

---

<sup>81</sup> Nuzzo, *Insider trading e tutele civilistiche*, in Rabitti-Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario - L'insider trading*, Milano 1992, pp. 389, 393

<sup>82</sup> Fabrizio, *Insider trading, ipotesi di danno riconducibili all'attività dell'Insider*, in «Eco. dir. terz.», 1996, p. 827.

<sup>83</sup> Maccabruni, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., p. 616; Ducci, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit., p. 522.

<sup>84</sup> Galli, *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di "trading" vietata, come definita nel cosiddetto "Testo Unico Draghi"*, in «Giur. Comm.», II, 1998, pp. 712, 726.

impianto repressivo sia finalizzato all'integrità del mercato in termini di efficienza e aspiri all'eliminazione delle asimmetrie informative immeritate, cioè non frutto di studi o analisi. In tale prospettiva, le società non possono liberamente disporre delle informazioni privilegiate, in quanto alle stesse è impresso dall'ordinamento un vincolo di destinazione, ossia sono dirette al mercato<sup>85</sup>. D'altronde gli emittenti sono i principali destinatari dei pressanti obblighi di *disclosure* imposti dall'art. 114 del TUF, le società possono sì ritardare, ai sensi del comma 3, la divulgazione delle informazioni nei limiti stabiliti con regolamento Consob, ma solo a patto «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». Il successivo comma 4 inoltre esclude chiaramente che l'emittente possa disporre dell'informazione in via selettiva comunicandola a soggetti non vincolati alla riservatezza, disponendo che se ciò avvenga gli emittenti «ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale». Alla luce di tali considerazioni deve quindi escludersi il riconoscimento in capo all'emittente di un diritto di privativa sull'informazione e, conseguentemente, che esso possa dolersi di un'appropriazione a suo danno dell'informazione da parte dell'*insider*<sup>86</sup>.

Il danno all'emittente potrà inoltre aversi qualora sia esso stesso un soggetto investitore, in tale ipotesi la sua tutela dovrebbe considerarsi alla stregua di quella offerta ai singoli.

## 9. Gli investitori danneggiati: i rimedi contrattuali

Si è sostenuto in dottrina<sup>87</sup> che gli interessi pregiudicati dall'*insider trading* fossero già tutelabili in via civilistica prima dell'introduzione di un divieto penale, o meglio a prescindere da esso, attraverso il ricorso al diritto comune dei contratti. Oltre alle dinamiche dei rapporti tra *insider* ed emittente sopra illustrate ci si è posti il problema della sorte dei contratti conclusi dall'*insider*, interrogandosi innanzitutto sulla possibilità di comminare la sanzione della nullità per contrarietà a norme imperative *ex art. 1418 c.c.* La soluzione non pare tuttavia praticabile in quanto il divieto di *insider trading* non soddisfa i

---

<sup>85</sup> Fabrizio, *Insider trading, ipotesi di danno*, cit., p. 836; Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 1, Milano 1993.

<sup>86</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 198.

<sup>87</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*.

criteri richiesti dall'ordinamento perché un precetto penale possa considerarsi norma imperativa nel senso di cui all'art. 1418 c.c., ossia che la norma sia posta a presidio di un interesse pubblico e generale, che il divieto sia assoluto e che la sanzione penale colpisca entrambi i contraenti avendo quindi a oggetto della proibizione appunto il contratto<sup>88</sup>. Tali condizioni non ricorrono nel caso di specie, infatti l'interesse tutelato dalla normativa anti-*insider*, quale l'efficienza del mercato mobiliare, è certamente di natura pubblica ma dubbio appare il suo carattere generale, attesa la sua immediata correlazione a interessi individuali quali quelli dei singoli operatori<sup>89</sup>. Deve inoltre escludersi la natura assoluta del divieto in ragione delle esenzioni previste da tutte le normative succedutesi nel tempo, fino all'attuale art. 183 TUF che ha affiancato ai tradizionali esoneri in favore di determinati soggetti pubblici il cosiddetto *Safe Harbour* per i privati di cui si è detto in precedenza. Infine, il divieto di *insider trading* non soddisfa il criterio dell'oggetto e del destinatario delle norme penali, poiché imposto al solo autore dell'abuso informativo e non certo alla sua ignara controparte; sanziona quindi il comportamento di una parte e non il contratto in quanto tale impedendone la stipulazione<sup>90</sup>.

Maggiori aperture si registrano invece per l'ipotesi di annullamento per dolo. Si è infatti sostenuto<sup>91</sup> che la contrattazione dell'*insider* basata su informazioni privilegiate integri una fattispecie di dolo omissivo, che secondo la miglior dottrina civilistica<sup>92</sup> può equipararsi a quello commissivo ogni qual volta sussista un obbligo giuridico di parlare. Tale obbligo sorge in considerazione del generale dovere di buona fede imposto alle parti nello svolgimento delle trattative precontrattuali dall'art. 1337 c.c. e che richiede di comunicare alla controparte tutte le informazioni significative alle quali essa non è in grado di accedere, non quindi tutte le informazioni ignorate, ma solo quelle neanche conoscibili. Tra di esse rientra certamente l'informazione privilegiata il cui accesso è limitato a una stretta cerchia di soggetti, gravati infatti dal divieto di *insider trading*. Il riconoscimento del dovere di informare la controparte in capo all'*insider* consentirebbe quindi di pervenire all'annullamento del contratto per dolo quale vizio del consenso ai sensi dell'art. 1439 c.c., ovvero al solo risarcimento del danno quando si configuri come semplice dolo incidente *ex art.* 1440 c.c., ossia

---

<sup>88</sup> Santoro, *Insider trading, profili civilistici*, in «Contr. e impr.», 1992, pp. 663, 666.

<sup>89</sup> *Ivi*, p. 670.

<sup>90</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, p. 181.

<sup>91</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 755.

<sup>92</sup> Visintini, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova 1972; Galgano, *Diritto civile e commerciale*, vol. II, t. 1, Padova 2004, pp. 345 e ss.

quel dolo che non risulti determinante del consenso ma che porti comunque a un'alterazione delle condizioni contrattuali<sup>93</sup>.

La ricostruzione effettuata in relazione alle contrattazioni dirette, cosiddette *face to face*, varrebbe anche nelle ipotesi, certamente più frequenti, di operazioni su mercati organizzati, in quanto l'obbligo di informare non discende da un rapporto fiduciario intercorrente tra le parti, bensì è fondato sull'obiettivo disparità di *chances* nell'accesso all'informazione. Il dovere di buona fede *ex art. 1337 c.c.* non può venir meno per la presenza di intermediari che negoziano in nome proprio e deve quindi essere adempiuto, oltre che dalle parti formali del contratto, anche dal committente. Diversamente le norme regolanti la fase precontrattuale potrebbero sempre essere eluse attraverso il ricorso a un mandato senza rappresentanza<sup>94</sup>.

Le principali critiche mosse a tale impostazione consistono in primo luogo nell'obiezione che la controparte dell'*insider* avrebbe comunque compiuto la stessa operazione e alle stesse condizioni, anche in assenza delle negoziazioni dell'*insider*, trovando in ogni caso una controparte disponibile sul mercato aperto<sup>95</sup>. Alle stesse si risponde considerando che il nesso eziologico non può essere interrotto dall'ipotesi del realizzarsi di un analogo evento in forza di una serie causale distinta.

In secondo luogo, e il rilievo pare decisivo, si osserva che all'*insider* non si impone tanto un obbligo di rivelare l'informazione quanto quello di astenersi dall'effettuare l'operazione, d'altronde se rivelasse l'informazione selettivamente alla propria controparte incorrerebbe nel divieto di *tipping*<sup>96</sup>. Si ipotizza<sup>97</sup> allora che l'*insider*, realizzando l'operazione il cui compimento è a lui vietato, ponga in essere un dolo commissivo, ciò sul presupposto di un'interpretazione del precetto penale come rivolto a evitare dolosi inganni a danno di terzi consistenti nell'appropriamento di un'ineludibile disparità informativa. Il ragionamento, piuttosto articolato, sarebbe tuttavia da limitarsi solo ad alcuni casi di operazioni *face to face*, dovendo escludersi invece in generale che sia la condotta decettiva dell'*insider* a indurre gli investitori alla negoziazione<sup>98</sup>.

Tutti gli autori che si sono occupati della possibilità di configurazione del dolo, sia ammettendolo che criticandolo, rilevano in ogni caso la difficoltà di

---

<sup>93</sup> Ducci, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit., p. 523.

<sup>94</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 759.

<sup>95</sup> Seminara, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, p. 352; Bartalena, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989, p. 175.

<sup>96</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 757.

<sup>97</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 199.

<sup>98</sup> Santoro, *Insider trading, profili civilistici*, cit., p. 676.

quantificazione del danno, considerando non soddisfacente il riferimento alla differenza tra il prezzo effettivamente applicato e quello che si sarebbe corrisposto in caso di divulgazione della notizia, data l'incertezza di un tale calcolo ipotetico. Allo stesso tempo non pare congruo adottare come misura la differenza di prezzo tra quello corrisposto e quello registrabile successivamente alla divulgazione dell'informazione, in virtù della possibile influenza di altri fattori sulla quotazione del titolo. L'unica via percorribile è indicata nella liquidazione equitativa ai sensi dell'art. 1226 c.c.. Come vedremo, il medesimo problema, e la medesima soluzione, si riproporranno nella configurazione di una responsabilità extracontrattuale derivante da *insider trading*<sup>99</sup>.

Le tesi dell'invalidità contrattuale appaiono ormai del tutto accantonate dalla dottrina specialistica, sia per la mancanza di riscontri giurisprudenziali che per la focalizzazione della questione in termini di responsabilità aquiliana<sup>100</sup>, oltre che per la convergenza verso l'esclusione della configurabilità del dolo nelle transazioni impersonali, quali quelle borsistiche, ove non è rinvenibile l'affidamento della parte contrattuale colpevole a che non vi sia una condotta dolosa<sup>101</sup>.

## 10. La responsabilità aquiliana

La maggior parte dei commentatori tende a individuare nella responsabilità aquiliana l'istituto più adatto a regolare le conseguenze civilistiche dell'*insider trading*. In particolare ci si interroga sull'applicabilità del combinato disposto degli articoli 185 c.p. e 2043 c.c. da cui deriva l'obbligo per gli autori di un reato di risarcire tutti i danni, patrimoniali e non, derivanti dalla commissione dell'illecito penale. In una prima analisi, di poco successiva alla prima normativa in materia, si propendeva per la soluzione negativa sull'assunto della non coincidenza tra interesse tutelato dalla norma penale e interessi individuali di cui si potrebbe lamentare la lesione. Si sosteneva infatti che, essendo il precetto penale posto a presidio di un interesse generale quale «la fiducia del ceto dei risparmiatori nell'obiettività del mercato», il divieto non potesse essere invocato dai singoli investitori quale norma di protezione dei propri interessi patrimoniali<sup>102</sup>.

La successiva evoluzione della definizione di danno ingiusto sembra tuttavia smentire tali conclusioni, ribaltando le premesse da cui le stesse traevano

---

<sup>99</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 763.

<sup>100</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 405.

<sup>101</sup> Santoro, *Insider trading, profili civilistici*, cit., p. 678.

<sup>102</sup> Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 761.

origine. Il percorso del concetto di danno ingiusto nel nostro ordinamento muove da una visione tradizionale per la quale esso poteva configurarsi solo ove vi fosse una lesione di un diritto soggettivo perfetto e non in riferimento a diverse situazioni giuridiche quali ad esempio gli interessi legittimi. Sensibilizzata dalle critiche della dottrina circa tale interpretazione consolidata<sup>103</sup>, la giurisprudenza ha effettuato un ampliamento dei diritti soggettivi, riconoscendo in tale categoria nuove situazioni giuridiche come il diritto all'integrità del patrimonio o alla libera determinazione nell'attività negoziale, pur di non contraddire l'impostazione dogmatica tradizionale. La svolta si ebbe nel 1999 con la celebre sentenza n. 500 delle Sezioni Unite<sup>104</sup> che offrì una nuova e più ampia interpretazione dell'art. 2043. I Giudici di legittimità chiarirono per prima cosa che il requisito dell'ingiustizia va correttamente inteso in riferimento all'evento produttivo del danno e non alla condotta, e che non è necessaria la violazione di norme costitutive di diritti perché ciò accada. L'ingiustizia deriva quindi dalla violazione della clausola generale contenuta nello stesso art. 2043 per la quale è ingiusto ogni danno non giustificato (*non iure*) e lesivo di un interesse rilevante per l'ordinamento. Tale rilevanza, intesa come meritevolezza di tutela, si evince dall'esigenza di protezione che l'ordinamento dimostri riguardo tali interessi attraverso disposizioni specifiche o previsione di rimedi diversi da quello risarcitorio apprestati per la loro tutela. Viene quindi stabilita l'atipicità dell'illecito aquiliano in forza della quale si richiede al giudice di individuare gli interessi meritevoli di tutela attraverso un bilanciamento tra gli interessi in conflitto, quello del danneggiato e quello perseguito col comportamento lesivo, sì da stabilire se il sacrificio del primo sia giustificabile per la realizzazione del secondo alla luce, appunto, della rilevanza riconosciuta ai due dall'ordinamento nel suo complesso.

Seguendo tale mutata prospettiva non pare più potersi dubitare dell'ingiustizia del danno prodotto dall'*insider trading*<sup>105</sup>. La previsione del divieto penale di abuso di informazioni privilegiate, pur promuovendo la fiducia e l'efficienza del mercato, riconosce di riflesso la meritevolezza dell'interesse a non subire disparità informative immeritate, ossia a che nessuno operi sul mercato quale *insider*<sup>106</sup>. Tale interesse è riferibile a qualsiasi soggetto operi sul mercato e veniva già indicato quale conseguenza del divieto penale di *insider trading*, se pure configurandolo come diritto probabilmente per rientrare nei canoni all'epoca

---

<sup>103</sup> Galgano, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in «Contratto e impresa», 1985, p. 1.

<sup>104</sup> Cass. SS. UU., sentenza 22 luglio 1999 n. 500.

<sup>105</sup> Ducci, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit., p. 528.

<sup>106</sup> Carriero, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano 1992, p. 211.

adottati per la qualificazione di ingiustizia da una certa dottrina che si esprimeva sui risvolti civilistici della l. 157/91 a breve distanza di tempo dalla sua emanazione<sup>107</sup>. Similmente, proprio in ragione della criminalizzazione degli abusi informativi, non appare potersi considerare meritevole di una qualsiasi tutela, nel giudizio di bilanciamento degli interessi coinvolti, la situazione dell'*insider* che opera sulla base di informazioni privilegiate.

La soluzione non è tuttavia unanimemente condivisa; continuano infatti a registrarsi posizioni dottrinarie contrarie alla possibilità di ricondurre gli interessi individuali degli investitori nell'ambito di tutela delineato dalla normativa pubblicistica di repressione dell'*insider trading*. Si sostiene infatti che il bene giuridico protetto dalla disciplina penale continua a essere un interesse pubblico e generale individuato nell'integrità del mercato complessivamente considerato e che lo stesso non può confondersi con il patrimonio dei singoli investitori. Tale tesi trova ulteriori argomentazioni nella predisposizione del rimedio riparatorio in favore della Consob, introdotto col nuovo art. 187undecies di cui abbiamo detto in precedenza, che viene intesa come confermativa della natura diffusa e adespota dell'oggetto di tutela della disciplina in materia di *market abuse*<sup>108</sup>. Il danno al mercato è quindi interpretato come esaustivo di ogni possibile pregiudizio causato dall'*insider trading*; l'assunto non è però condivisibile in virtù del fatto che quasi tutta la giurisprudenza che si è occupata della norma ha sempre fatto salvi gli ulteriori danni che i privati potrebbero lamentare e infine la Cassazione nell'interpretarla ha, come abbiamo visto, escluso un ruolo surrogatorio della Commissione nei diritti di quanti singolarmente abbiano subito un pregiudizio a motivo dell'abuso<sup>109</sup>.

Tuttavia, tra gli elementi dell'illecito aquiliano, quello più difficilmente individuabile nelle ipotesi di danno agli investitori è certamente il nesso causale. In particolare si sottolinea che l'investitore che si ritenga danneggiato dall'attività dell'*insider* avrebbe comunque operato sul mercato anche in assenza delle negoziazioni configuranti l'abuso e che quindi il danno rientra nella sfera del rischio a cui il danneggiato sarebbe stato comunque esposto<sup>110</sup>. La tesi però non considera i meccanismi di trasmissione dell'informazione nei prezzi. L'attività dell'*insider* non coinvolge solo il suo diretto contraente ma estende i propri effetti su tutte le operazioni che hanno a oggetto i titoli il cui valore è influenzato dalla notizia non rivelata, in quanto il variare del prezzo conseguente alle

---

<sup>107</sup> Santoro, *Insider trading, profili civilistici*, cit., p. 679.

<sup>108</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 236.

<sup>109</sup> Cass. pen., sez. V 20 gennaio 2010, depositata il 3 marzo 2010, n. 8588.

<sup>110</sup> Bartalena, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989, p. 179.

negoziazioni dell'*insider* induce altri soggetti, i *decoder*, a compiere operazioni sugli stessi titoli e nella stessa direzione in cui egli opera, dando così vita a scambi che altrimenti non avrebbero avuto luogo. È quindi tale natura ultrattiva dell'*insider trading* che causa pregiudizi non solo alle dirette controparti di chi opera in situazione di vantaggio informativo, ma a carico di tutti coloro che negoziano in direzione opposta all'*insider* e contemporaneamente all'agire di questi. Abbiamo già detto che l'analisi economica del diritto ha individuato tra i vari danni provocati dagli abusi informativi quelli incombenti sui cosiddetti *contemporaneus traders*; occorre qui aggiungere che anche la nostra più attenta dottrina ha da tempo sottolineato la necessità di internalizzare tali esternalità negative attraverso il ricorso allo strumento risarcitorio, pur conscia delle difficoltà di individuazione del rapporto eziologico tra condotta e danno in termini giuridici<sup>111</sup>.

Alle problematiche di individuazione del nesso di causalità si accompagnano quelle di quantificazione del danno risarcibile, la questione si pone negli stessi termini in cui si proponeva in merito alla responsabilità contrattuale. La soluzione naturale, e anche la più facile, sembrerebbe quella di calcolare l'ammontare dei danni risarcibili come la differenza tra il prezzo corrisposto e quello raggiunto in seguito alla divulgazione dell'informazione e al suo assorbimento da parte del mercato; ci si scontra così ancora una volta con l'incertezza derivante dalla possibile influenza sull'andamento dei titoli di fattori diversi dall'informazione non divulgata. Nuovamente si prospetta quindi il ricorso alla valutazione equitativa del giudice ai sensi dell'art. 1226 c.c. espressamente richiamato per l'ambito extracontrattuale dall'art. 2056 c.c.<sup>112</sup>.

Proprio in ragione del problematico e comunque non risolto tema del nesso di causalità, nonché in considerazione dell'asserita impossibilità di pervenire a una rigorosa liquidazione del danno, si auspica l'introduzione nel nostro sistema di una norma corrispondente alla *section 20A* del *Securities Exchange Act*<sup>113</sup>. Tale disposizione ha infatti permesso di superare nell'ordinamento statunitense le medesime difficoltà oggi riscontrate in Italia nella ricostruzione della tutela risarcitoria in favore degli investitori, adottando in sede legislativa le più equilibrate soluzioni raggiunte dall'elaborazione giurisprudenziale, con il riconoscimento della legittimazione dei *contemporaneus* e la statuizione del

---

<sup>111</sup> Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 1, Milano 1993, p. 268; Maccabruni, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., p. 619.

<sup>112</sup> *Ivi*, p. 620.

<sup>113</sup> Galli, *La disciplina...*, cit., p. 408.

limite del profitto dell'*insider* quale massimo della somma complessivamente risarcibile.

L'introduzione di una specifica norma nella disciplina italiana in materia di *insider trading* permetterebbe di esonerare i soggetti danneggiati dall'ardua prova del nesso di causalità e fornirebbe adeguate indicazioni circa la quantificazione del danno, riducendo i margini di discrezionalità concessi al giudice dal metodo della valutazione equitativa, non vista comunque di buon occhio in un sistema di *civil law* come il nostro. Il diverso sistema delle fonti nell'ordinamento statunitense ha infatti reso possibile raggiungere soluzioni di compromesso già in via giurisprudenziale, che non hanno tuttavia evitato il ricorso allo strumento legislativo per dissipare i contrasti interpretativi creatisi tra le diverse Corti in una materia tanto delicata e problematica.

A maggior ragione, una presa di posizione da parte del Legislatore si impone nel nostro ordinamento ove non si potrebbe, alla luce dei principi che regolano la produzione normativa, affidare alla giurisprudenza un'attività che finirebbe col diventare creativa, stante l'inadeguatezza dei rimedi generali offerti dal diritto positivo attivabili solo in peculiari situazioni del tutto residuali<sup>114</sup>.

## 11. Il caso SCI

Proprio in riferimento a un caso molto particolare di *insider trading* è stata emessa in Italia una condanna in sede civile<sup>115</sup>, la prima del nostro Paese, e, in riferimento a fatti avvenuti sotto l'egida della l. 157/91, al risarcimento dei danni ex 2043 c.c. in favore dei singoli investitori danneggiati.

È il cosiddetto caso SCI, nel quale investitori che avevano acquistato azioni della SCI costruzioni tentarono causa contro alcune banche, socie di maggioranza della società, che avevano proceduto alla dismissione dei propri pacchetti azionari integrando, a detta dei ricorrenti, un'ipotesi di *insider trading*. Questi in breve i fatti: le banche convenute partecipavano al piano di risanamento della società, quotata in borsa e in crisi di liquidità, nella quale, in seguito a un aumento di capitale attuato mediante conferimento di parte dei loro crediti, erano divenute titolari di una partecipazione pari al 78,1% del capitale sociale. Per quanto si fosse profilata nella primavera del 1997 un'offerta di un gruppo estero, la Tamarix Capital Corporation, e il bilancio del 1996 da poco appro-

---

<sup>114</sup> *Ivi*, p. 360.

<sup>115</sup> Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, p. 1581, con nota (senza titolo) di Carriero.

vato era accompagnato da una relazione sulla gestione del c.d.a. nella quale si ipotizzava una progressiva riduzione delle perdite, le banche componenti il comitato ristretto di controllo decisero di mettere la società in liquidazione, non considerando conveniente l'offerta della Tamarix e soprattutto in ragione di una relazione riservata dell'*advisor* in cui si prospettava il fallimento del piano di ristrutturazione in mancanza dell'adesione all'o.p.a o della concessione di nuovi finanziamenti da parte delle stesse banche. Gli istituti di credito, senza rivelare al pubblico la relazione riservata dell'*advisor* e quindi la reale condizione di crisi della società, né il loro intento di porre la società in liquidazione, procedettero nell'estate del 1997 a una massiccia dismissione delle proprie partecipazioni per un ammontare pari al 44% del capitale sociale della SCI, trovando terreno fertile in un mercato animato dai *rumors* di una prossima offerta sui titoli della società. In seguito alla relazione semestrale del 30 settembre dello stesso anno, che rivelava la peggiorata situazione della società, si ebbe il crollo dei titoli in borsa cui seguirono la sospensione dalle quotazioni per eccesso di ribasso e infine la liquidazione e il fallimento della società.

Sebbene in sede penale si giunse a un provvedimento di archiviazione per il reato di *insider trading*, in quanto la Procura di Milano non ritenne sussistere in merito alla notizia del prossimo fallimento della società i caratteri di specificità e determinatezza richiesti dalla normativa per la definizione dell'informazione rilevante, e soprattutto considerava conclamato e quindi noto al pubblico lo stato di dissesto della società, in sede civile si pervenne a opposti risultati, riconoscendo la responsabilità delle convenute per aver consapevolmente omesso di informare il mercato circa le reali prospettive della società.

La diversa valutazione del Giudice civile era fondata sulla considerazione che le banche disponessero di informazioni nuove rispetto a quelle conosciute dal mercato quale appunto la propria volontà di non sostenere più il risanamento della società e che, soprattutto, per esse fosse certa la prospettiva del fallimento e non invece frutto di valutazioni, e quindi non determinata, come nell'opinione del Pubblico Ministero.

Il Tribunale, dopo aver respinto la domanda di annullamento per dolo del contratto di acquisto dei titoli SCI, avanzata in via subordinata dai ricorrenti, in considerazione della mancanza di un rapporto contrattuale tra le parti: «Gli attori non assumono la veste di parti contrattuali, poiché non hanno comprato i titoli direttamente dalle banche che li dismettevano, avendoli negoziati sul mercato»<sup>116</sup>, ha optato per il riconoscimento della tutela risarcitoria.

---

<sup>116</sup> Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, cit., p. 1601.

Si riconosce per prima cosa l'ingiustizia del danno arrecato agli investitori, quali titolari di un interesse «protetto come effetto riflesso (o di rimbalzo) di una norma anche a ciò diretta, ma perseguente diverse finalità, soprattutto pubblicitiche, come nel caso in questione, ove la normativa sull'insider trading tutela in via diretta la sicurezza del mercato e l'interesse generale al corretto svolgimento degli scambi sui valori mobiliari, e in via del tutto mediata gli investitori»<sup>117</sup>.

La ricostruzione del nesso di causalità è poi agevolata dalle peculiarità del caso concreto e la sua prova è raggiunta con una serie di presunzioni semplici; partendo dalla considerazione che le banche e gli investitori avevano operato in direzioni opposte, le prime vendendo i secondi acquistando, che le banche avevano violato i propri obblighi di comunicazione al pubblico delle vendite effettuate in quanto soggetti esercitanti il controllo sulla gestione della società, che le notizie circolanti sul mercato avevano tutte contenuto ottimistico e che quindi le convenute e i ricorrenti avevano operato sul mercato nello stesso periodo e in situazioni informative opposte, si stabilì che la condotta delle banche avesse comportato un aumento imprevedibile del rischio assunto dagli investitori.

La motivazione è stata fortemente criticata in punto di prova del nesso eziologico in quanto non dimostrava che la condotta delle convenute fosse *condicio sine qua non* dell'evento lesivo, cioè che gli acquisti degli investitori non sarebbero avvenuti in assenza delle vendite operate dalle banche<sup>118</sup>.

In realtà il tribunale si preoccupa di dimostrare non cosa avesse indotto gli operatori ad acquistare, posto che gli stessi avrebbero con ogni probabilità comunque compiuto le operazioni condizionati dalle voci di una prossima o.p.a. e mossi quindi da legittimi intenti speculatori, ma cosa avesse causato un acquisto a condizioni inique<sup>119</sup>. La condotta delle banche è dunque rilevante per aver causato 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»<sup>120</sup>.

La liquidazione del danno, configurato come differenza di rischio tra gli operatori, avvenne quindi in via equitativa secondo il combinato disposto degli articoli 1226 c.c. e 2056 c.c., tenuto conto del giudizio probabilistico circa l'incidenza della condotta sul danno e la necessaria valutazione di valori difficilmente

---

<sup>117</sup> *Ivi*, p. 1602.

<sup>118</sup> Carriero, in nota (senza titolo) a Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, p. 1581.

<sup>119</sup> Giavazzi, *Insider trading: la prima condanna civile*, in «Le Società», 2005, pp. 116, 123.

<sup>120</sup> Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, cit., p. 1603.

ponderabili. Il metodo equitativo ha peraltro permesso di tenere conto, nella determinazione della somma da risarcire, individuata assumendo a riferimento il rapporto tra la quotazione antecedente alla massiccia dismissione delle quote azionarie compiuta dalle banche e quello finale registrabile al termine di tali dismissioni, della circostanza che gli acquisti sarebbero comunque probabilmente avvenuti anche in assenza della condotta illecita delle banche.

Il giudice esclude invece la risarcibilità dei danni non patrimoniali in quanto i soggetti non erano stati ammessi quali parti offese nel procedimento penale.

Le obiezioni mosse alla sentenza riguardano in primo luogo l'individuazione del danno ingiusto, non ritenendosi sufficiente il semplice richiamo a un non meglio qualificato interesse protetto come effetto riflesso di una norma che tutela un pubblico interesse, la tutela al mercato. Dalla ricostruzione del Giudice di merito si potrebbe dedurre la configurabilità del caso come danno da lesione alla libertà contrattuale, in questa prospettiva non si giustifica però il mancato risarcimento integrale del danno emergente, ossia la perdita netta consistente nella differenza tra quanto investito e quanto perso<sup>121</sup>.

Non convince poi la ricostruzione del nesso causale in termini di aumento del margine di rischio, la motivazione della sentenza non dimostra infatti alcuna correlazione tra le vendite realizzate dalle convenute e gli acquisti compiuti, ma regge l'intera relazione causale sull'omessa comunicazione alla Consob e al mercato delle stesse vendite. Si può quindi supporre che la sentenza, pur argomentando in termini di *insider trading*, decida in realtà un caso di violazione degli obblighi informativi all'epoca, secondo le disposizioni dell'allora vigente Regolamento Consob 5553/1991. La considerazione porta a parlare di "falso precedente" in tema di responsabilità civile da *insider trading*<sup>122</sup>.

La sentenza è invece accolta con favore da chi vede in essa un apprezzabile tentativo di affiancare alla sanzione penale uno strumento di tutela civilistica, per accrescere l'efficacia della repressione dell'*insider trading* sulla scorta di quanto accaduto negli Stati Uniti con i rimedi concessi prima in via giurisprudenziale e infine sanciti dal legislatore con l'*Insider Trading Sanction Act* del 1984 e, soprattutto, con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988<sup>123</sup>.

Permangono tuttavia le perplessità circa la possibilità di un simile percorso normativo nell'ordinamento italiano in considerazione del rapporto tra le fonti del diritto. La scelta dovrebbe quindi compiersi in sede legislativa, ma la più recente riforma, successiva alla sentenza esaminata, non ha dettato nessuna

---

<sup>121</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 236.

<sup>122</sup> Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 294.

<sup>123</sup> Giavazzi, *Insider trading: la prima condanna civile*, cit., p. 124.

norma in merito alla tutela di interessi privatistici, se non riconoscendo come vista la legittimità dell'organo di vigilanza a ottenere il ristoro dei pregiudizi arrecati dai *market abuse* all'integrità del mercato complessivamente considerato.

## 12. Arricchimento senza causa

Una soluzione del tutto originale è offerta da un recente studio sui profili civilistici dell'*insider trading*<sup>124</sup>, ove, dopo una rassegna di tutti i rimedi variamente proposti, si suggerisce di ricondurre il fenomeno nell'istituto dell'arricchimento senza causa, disciplinato dagli articoli 2041 e 2042 c.c. L'esperibilità dell'azione generale di arricchimento è condizionata dal ricorrere di una serie di presupposti tutti più o meno riscontrabili nella fenomenologia dell'*insider trading*.

Innanzitutto, l'arricchimento di un soggetto inteso come qualsiasi vantaggio suscettibile di valutazione economica<sup>125</sup> è atto a ricomprendere tanto il profitto realizzato dall'*insider* quanto la perdita evitata dallo stesso, come ad esempio quella scongiurata dalle banche alienanti nel caso SCI.

L'impoverimento o il danno subito dalla parte attrice, secondo le più recenti interpretazioni<sup>126</sup>, deve considerarsi il pregiudizio subito da chi patisca una perdita in ragione dell'altrui arricchimento, senza che sia necessaria la lesione di un interesse giuridicamente protetto come invece tradizionalmente si sosteneva, differenziando così dal danno ingiusto necessario per la configurabilità della tutela aquiliana. È quindi sufficiente la prova che qualcuno si sia arricchito a spese di un altro soggetto, sfruttando un'utilità appartenente ad altri; si sostiene allora che l'*insider* si avvantaggerebbe monetizzando «il valore d'uso dell'informazione *price sensitive* spettante all'intera collettività degli investitori»<sup>127</sup>. La soluzione è preferita proprio per il venir meno della necessità di dimostrare un nesso causale tra il vantaggio conseguito dall'*insider* e la perdita economica lamentata dagli investitori, elemento che abbiamo visto rendere poco praticabile il risarcimento del danno extracontrattuale *ex art.* 2043. La correlazione tra le due situazioni, arricchimento e impoverimento, sarebbe comunque riscontrabile nel fatto che entrambe sono conseguenze di un medesimo fatto, ossia l'asimmetria informativa che caratterizza il fenomeno di *insider trading*.

<sup>124</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 252.

<sup>125</sup> Bianca, *Diritto civile*, vol. 5, *La responsabilità*, Milano 2006, p. 812.

<sup>126</sup> Gallo, *Arricchimento senza causa*, Milano 2003, p. 56.

<sup>127</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 260.

Infine, ricorre certamente l'ulteriore presupposto della mancanza di una giusta causa dell'arricchimento; che il vantaggio di chi abusa dell'informazione privilegiata sia ingiustificato è insito nel divieto penale di realizzare una simile condotta.

Il ricorso all'art. 2041 c.c. permetterebbe quindi di ristorare i pregiudizi di coloro che hanno consentito a proprie spese l'arricchimento dell'*insider*; l'indennizzo riconosciuto ai sensi dell'istituto in questione è inoltre limitato alla misura dell'arricchimento realizzato, semplificando così la liquidazione delle somme al cui pagamento potrà essere condannato l'*insider*.

Il rimedio è particolarmente interessante in ottica comparatistica in quanto rievoca sia l'istituto del *disgorgement*, col quale condivide la natura restitutoria, sia l'azione civile a cui sono legittimati i *contemporaneous investors* ai sensi della *section 20A*, consentendo il soddisfacimento dei soggetti pregiudicati dall'attività di *insider trading* prescindendo dai rapporti intercorrenti con l'autore dell'abuso, dalla dimostrazione del nesso causale tra condotta e danno e infine anche dall'intervento dell'organo di controllo, necessario invece per l'attivazione del *disgorgement*.

La ricostruzione della tutela civilistica in termini di arricchimento senza causa, per quanto teoricamente valida, potrebbe però trovare insuperabili ostacoli pratici nella sua effettiva applicazione, rappresentati dall'insieme dell'impianto sanzionatorio predisposto dalla disciplina nazionale dell'*insider trading*<sup>128</sup>. Le pretese degli investitori, come detto, possono infatti essere soddisfatte, secondo la disciplina degli articoli 2041 e 2041 c.c., solo nei limiti del vantaggio conseguito dall'autore dell'illecito; tale profitto, anche in termini di perdita evitata, potrebbe però risultare mancante in seguito all'applicazione delle sanzioni amministrative, oggi sempre applicabili indipendentemente dall'erogazione della sanzione penale che eventualmente a esse si aggiunge, che sono tarate sul prodotto o il profitto conseguiti, potendo raggiungere fino a dieci volte il valore di questi ai sensi del comma 5 dell'art. 187bis del TUF. Inoltre, anche quando le sanzioni non raggiungano tale severità, è comunque sempre disposta la confisca obbligatoria «del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo» (art. 187sexies TUF). Non a caso, attenta dottrina ha definito tale confisca obbligatoria come un «nemico insidioso per il risparmiatore»<sup>129</sup>.

Le considerazioni appena effettuate mettono in luce ancora una volta la necessità di una specifica previsione legislativa per la tutela degli interessi privati nella disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, oltre che per superare

---

<sup>128</sup> Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007, pp. 181, 260.

<sup>129</sup> Sgubbi, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in «Giur. Comm.», 2005, pp. 340, 357-361.

le difficoltà che i vari rimedi ipotizzabili presentano, per coordinare i mezzi civilistici di tutela con quelli repressivi dell'*insider trading* disposti dalla legge penale. L'esempio è ancora una volta offerto dall'esperienza statunitense dove, nell'introdurre l'azione risarcitoria in favore degli investitori, il Legislatore si è preoccupato di stabilire i rapporti tra rimedio risarcitorio e quello restitutorio, stabilendo nella *section 20A* che dall'importo massimo risarcibile fosse decurtato quanto già pagato a titolo di *disgorgement*.

### 13. Insufficienza dei rimedi civilistici

In conclusione, deve rivelarsi l'inadeguatezza del nostro ordinamento nel rispondere alle diverse istanze di tutela da *insider trading*, e in particolare il sistema normativo appare indifferente alle ragioni dei singoli investitori che subiscono le conseguenze negative dell'attività degli *insider*.

La circostanza suscita diverse perplessità soprattutto in considerazione della diversa attenzione riservata al danno nei confronti del mercato nella sua generalità, per il quale è stato predisposto il peculiare strumento previsto dall'art. 187undecies comma 2 del TUF, che consente alla Consob di beneficiare del ristoro per la lesione causata dall'illecito all'integrità del mercato. L'inquadramento di tale nuovo istituto nel complesso della disciplina è abbastanza problematico. Tralasciando la disputa sulla sua funzione afflittiva e deterrente piuttosto che propriamente risarcitoria, non appare ben chiaro quali siano i risvolti che tale previsione possa esercitare sulle pretese dei singoli danneggiati. Sebbene la natura surrogatoria del diritto riconosciuto alla Commissione sia esclusa dalla maggior parte delle pronunce giurisprudenziali che si sono confrontate con l'art. 187undecies, appare evidente come la liquidazione del danno all'integrità del mercato renda di fatto esigui i margini per riconoscere rimedi ripristinatori in favore dei singoli. Essendo infatti la quantificazione del danno calibrata, anche, sul profitto realizzato con l'abuso, essa rischia di esaurire il patrimonio sul quale gli investitori potrebbero rifarsi, aggiungendosi in ciò alle sanzioni pecuniarie irrogabili dalla stessa Consob, nonché alla confisca obbligatoria di cui pure si è detto. I pregiudizi dei soggetti privati, se pure fosse loro riconosciuto in astratto un diritto di ristoro nonostante la difficile adattabilità dei rimedi generali precedentemente riscontrata, difficilmente troverebbero effettivo soddisfacimento una volta applicate le diverse tutele predisposte a protezione degli interessi pubblici e in mancanza di una qualsiasi norma che disponga la distribuzione delle somme a vario titolo recuperate, sanzioni amministrative, confisca e danno all'integrità del mercato, tra i privati danneggiati.

Deve ribadirsi quindi la necessità dell'emanazione di una specifica disciplina per le conseguenze pregiudizievoli che l'*insider trading* causa agli interessi privati, salvo volersi rassegnare all'idea che il nostro ordinamento non consideri meritevoli di tutela, in relazione all'abuso di informazioni privilegiate, tali interessi e ritenga che l'unico interesse leso dalle pratiche di *market abuse* sia quello dell'integrità del mercato. Anche se ciò fosse vero, tuttavia, la fiducia degli investitori andrebbe incentivata proprio tenendo questi al riparo dagli effetti negativi che possono prodursi nei loro patrimoni a seguito di *insider trading*.

Assicurare che chi compie abusi sarà punito potrebbe infatti non bastare ad attirare l'investimento di chi possa temere comunque di restare a mani vuote nonostante l'efficiente dispiego di tutti gli strumenti di controllo e di repressione.

Le conclusioni sulla responsabilità civile da *insider trading* nell'ordinamento italiano sono diametralmente opposte a quelle espresse sul ruolo ricoperto dalla stessa nell'esperienza statunitense, dove l'intero sistema repressivo è costruito intorno agli interessi privati che l'abuso può compromettere e trova la propria compiutezza nel riconoscimento del diritto d'azione in favore dei *contemporaneous investors*, effettuato dalla *section 20A* anche in funzione di *enforcement* dei mercati finanziari.

#### 14. Nuove frontiere dell'*insider trading*

Trattando di *insider trading*, leitmotiv è l'informazione, il suo diffondersi e gli effetti di qualsivoglia tipologia di notizia/informazione tale da influire nella sfera giuridica e non di un individuo. Se, appunto, l'informazione è bene giuridico<sup>130</sup>, non può essere sottovalutata l'importanza di tutelare il soggetto a cui appartiene la stessa, con un'indubbia rilevanza sia dal punto di vista personale (quale dato sensibile) che da quello economico. Rilevanza che diviene ancor più evidente nell'epoca del web, immettendo costantemente, e spesso inconsapevolmente, proprie notizie, propri dati tali da generare conseguenze. Il web 2.0 e 3.0 può indurre a una nuova definizione, o meglio a un'ulteriore classificazione dell'*insider* tale da interessare indistintamente, prescindendo dalla matrice economico-finanziaria, ogni fruitore della rete. Oggi l'*insider* è anche il cookie.

I cookies sollevano da sempre forti polemiche poiché raccolgono dati estremamente sensibili. Spesso senza che l'utente lo sappia, o sia informato di come esattamente i suoi dati siano raccolti, gestiti, analizzati, protetti da usi non

---

<sup>130</sup> P. Perlingieri, *L'informazione come bene giuridico*.

legittimi e conseguenti rischi per la privacy. Anche se i cookies sono uno strumento apparentemente neutro, è chiaro che ci sono alcune finalità di utilizzo dei cookie di cui beneficiano maggiormente i navigatori, e altre finalità di cui invece beneficiano i siti o le aziende che raccolgono i loro dati. E sono queste ultime finalità a creare problemi. Evitare di rifare il login a ogni sessione o ad ogni pagina di un sito in cui si ha un account, oppure riaprire il carrello e ritrovare i prodotti scelti in una precedente sessione, oppure ancora ritrovare le proprie personalizzazioni in pagine specifiche, sono tutte finalità principalmente a vantaggio del navigatore. L'utilizzo dei cookies per il monitoraggio e l'analisi del traffico attraverso web analytics cookies va a vantaggio principalmente di chi gestisce un sito. Indirettamente, l'analisi del traffico e il potenziale conseguente miglioramento della navigazione dovrebbero portare benefici anche ai navigatori del sito.

#### 15. *Tracking cookies*: pro e contro

L'uso più controverso dei cookies rispetto al tema della privacy è però quello del tracciamento del comportamento dell'utente, che avviene per motivi di targetizzazione pubblicitaria. Si consideri che i cookies usati per la pubblicità costituiscono i 2/3 di tutti quelli utilizzati, definiti *tracking cookies* (o cookie di tracciamento), o anche *behavioural targeting cookies* (cookie per la targetizzazione del comportamento dell'utente). Le informazioni che i *tracking cookies* raccolgono sono decisamente utili più alle aziende che agli utenti, tant'è che la possibilità di ottenere queste informazioni è uno dei fattori che ha trainato la crescita di Internet e il suo carattere gratuito. La pubblicità online offre possibilità di targetizzare segmenti di utenza specifici, e di misurare in maniera estremamente precisa l'efficacia della pubblicità e il ROI (Return On Investment)<sup>131</sup>. Ed è sempre più efficace perché i sistemi di targetizzazione sono sempre più precisi. I *tracking cookies* sono tra gli strumenti che hanno reso così efficace e misurabile la pubblicità online. C'è comunque un vantaggio indiretto per il navigatore proveniente dai *tracking cookies*. Più dati le società pubblicitarie raccolgono sulle attività, più conoscono e più le pubblicità proposte sono mirate. Questo vantaggio per il navigatore è controbilanciato dal rischio che un'enorme quantità di dati finisca accentrata in mano a poche aziende e che si perda il

---

<sup>131</sup> Il ROI (Return on Investment) indica la redditività operativa che costituisce la misura della remunerazione del capitale investito in azienda a titolo di debito o di rischio. È data dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito.

controllo sugli stessi. La quantità di dati che alcune società di Internet riescono a ottenere è enorme. Ancor più preoccupante è che queste informazioni raccolte su Internet vengano integrate con le tracce digitali che si lasciano ogni giorno con le più banali attività che si svolgono offline (utilizzo di mezzi di comunicazione diversi dal web, pagamenti con bancomat o carta di credito...). I dati digitali sono raccolti, integrati e analizzati da società di analisi dati (spesso poco conosciute ai non esperti del settore), che usano complessi algoritmi matematici e modelli statistici per analizzare le relazioni tra essi e arrivare a prevedere il comportamento degli utenti, soprattutto come consumatori. È una realtà che fortemente influenza le vite – online e offline. Numerose aziende si muovono in questo settore, una potenziale miniera d'oro per gli enormi interessi economici che la previsione del comportamento delle masse (e degli individui, una volta profilati) muove. I social networks hanno accelerato incredibilmente la diffusione di dati personali online, inclusi dati sensibili (foto personali, località, genere, nome, amici, attività, scuole frequentate, lavori, età, data di nascita, indirizzo, telefono, email). I cookies non sono quindi l'unico canale con cui le aziende di Internet raccolgono dati personali sull'attività online e tuttavia mantengono un ruolo preminente nel fornire informazioni di navigazione e comportamentali. Ad esempio, Yahoo! e Google raccolgono circa 2.500 informazioni al mese su ciascun utente. Facebook, oltre a detenere informazioni personali, grazie a cookies specifici traccia i siti visitati anche con i profili non attivi. Soltanto i dati aggregati, poi, permettono di identificare trend e segmenti di utenza, e di prevedere il comportamento di questi segmenti per ottimizzare l'efficacia del messaggio pubblicitario proposto. Chi analizza i dati, anche e soprattutto quelli raccolti attraverso cookies di profilazione e marketing, si interessa di segmenti specifici dell'utenza, di gruppi demografici che hanno senso se si possono targettizzare a fini pubblicitari. Gli scenari del web 3.0 e addirittura del futuristico 4.0 consentono di declinare il concetto di *insider* anche in chiave dei futuri servizi tecnologici di cui si potrà fruire: basti pensare alle innumerevoli informazioni e dati sensibili che immagazzinano e collezioneranno le nuove tecnologie al servizio della quotidianità di ognuno di noi. I ricercatori accademici stanno lavorando per sviluppare un software per il ragionamento, basato sulla logica descrittiva e sugli agenti intelligenti. Tali applicazioni possono compiere operazioni di ragionamento logico utilizzando una serie di regole che esprimano una relazione logica tra i concetti e i dati sul web. La tutela dei dati personali è una delle aree giuridiche più interessate dalla diffusione e pervasività dei sistemi di intelligenza artificiale nella nostra vita quotidiana, proprio perché questi ultimi pongono alla base del loro funzionamento l'elaborazione, l'analisi e il trattamento di grandi quantitativi di informazioni e, nella maggior parte dei

casi, di dati personali. Partendo da questo assunto, si comprende come ogni principio e istituto giuridico in materia di tutela di dati personali sia direttamente coinvolto – non solo astrattamente – dalla diffusione dei sistemi AI. Quest’ulteriore frontiera tecnologica rende evidente come il concetto di *insider* risulti esteso e applicabile a disparati ambiti, così come la normativa in merito debba essere improntata a un’estrema duttilità di applicazione.

## 16. Considerazioni finali

L’analisi svolta ha messo in luce profonde differenze tra il diritto statunitense e il diritto italiano ed europeo nella disciplina dell’*insider trading*.

Innanzitutto emerge una notevole discrasia temporale nell’approccio al fenomeno da parte dei due ordinamenti. Negli Stati Uniti, infatti, la prima legislazione in materia risale agli anni ‘30 ed era a sua volta preceduta da varie elaborazioni giurisprudenziali sul tema, che avevano portato all’affermazione della teoria degli *special facts*<sup>132</sup>, nonché dall’attenzione della dottrina che sottolineava da tempo la necessità di un intervento legislativo per affrontare le insidie degli abusi informativi<sup>133</sup>. Diversamente, in Italia si è intervenuti in materia soltanto nel 1991, con un ritardo quindi di quasi sessant’anni, in virtù della spinta europea verso una regolamentazione dell’*insider trading*.

La differenza nelle tempistiche tra le due esperienze è solo in parte spiegabile con il più lento sviluppo che ha avuto nel nostro Paese il mercato finanziario e affonda le sue radici nella diversa gerarchia delle fonti che caratterizza il sistema di *common law*. Nell’evoluzione della disciplina statunitense, il ruolo della giurisprudenza è stato determinante sia offrendo parziali soluzioni, in assenza di norme specifiche, alle problematiche proposte dall’esperienza concreta, sia definendo in via interpretativa gli ambiti applicativi delle norme legislative, rendendo così più rapido il percorso regolatorio dell’*insider trading*.

La non conformità dei rapporti tra le fonti del diritto nei due sistemi è inoltre motivo dell’adozione di distinte tecniche normative. Così nella lunga storia della disciplina nordamericana non si è mai avuta una definizione legale di *insider trading*, basandosi l’intero sistema repressivo su di una norma altamente elastica e flessibile, quale la *rule 10(b)*, atta a reprimere in generale le frodi nelle negoziazioni di strumenti finanziari e adattata in via giurisprudenziale per stabilire

---

<sup>132</sup> Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).

<sup>133</sup> Berle, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in «Mich. Law. Rev.», vol. 25, 1927, pp. 827 e ss.

il divieto di *insider trading* e individuare le condotte vietate. Allo stesso modo, il Legislatore non ha mai precisato la nozione di informazione privilegiata che è stata invece elaborata dalla giurisprudenza attraverso l'interpretazione del requisito della *materiality*<sup>134</sup>.

Diametralmente opposto il percorso normativo italiano, fondato su di un'intensa attività definitoria del legislatore, sia a riguardo dell'individuazione delle condotte vietate operata, in ossequio al principio di riserva di legge in materia penale, con la descrizione della fattispecie delittuosa negli articoli a ciò dedicati dai vari provvedimenti che si sono susseguiti nella disciplina del fenomeno, sia in merito al concetto di informazione privilegiata al quale, a seguito di una continua ricerca di determinatezza, è oggi dedicato un intero articolo del TUF, il nuovo art. 181. Curioso poi che, nel tentativo di dare maggiore determinatezza all'elemento dell'idoneità a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari di cui deve essere dotata l'informazione privilegiata, si sia finito con l'accogliere il parametro del *reasonable investor*, criterio derivato proprio dell'elaborazione giurisprudenziale d'oltreoceano che continua a mettere in crisi l'interprete di *civil law*, poco avvezzo, almeno in materia penale, all'utilizzo di clausole generali ben più consone all'esperienza giuridica anglosassone. Il Legislatore italiano, infatti, è dovuto necessariamente ricorrere a definizioni dotate della maggior duttilità possibile, per ricomprendere nelle proprie previsioni ogni possibile forma di abuso, data la molteplicità delle condotte di *insider trading* configurabili. Esempio di ciò è l'individuazione dell'ambito soggettivo dei divieti, operata con una formula unitaria che racchiudeva sia i *corporate insider* che i *temporary insider* nelle precedenti discipline (art. 2 l. 157/91 e art. 180 TUF prima versione). La situazione è parzialmente cambiata con la nuova formulazione della fattispecie di cui all'attuale art. 184 TUF, dove vengono indicati separatamente i soggetti che dispongono dell'informazione privilegiata a motivo della propria «qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente o della partecipazione al capitale dell'emittente» e quelli che siano in possesso della stessa a causa «dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio». Le formule utilizzate continuano comunque a presentare un alto livello di flessibilità per non lasciare al di fuori della previsione normativa ipotesi di *insider* primari.

Oltre alle differenze provocate dalle generali caratteristiche dei sistemi di *common law* e *civil law*, ulteriori discordanze rinvenibili nelle discipline sull'*insider trading* dei due modelli derivano dal diverso fine perseguito dagli ordina-

---

<sup>134</sup> TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

menti considerati. La normativa italiana sugli abusi di mercato è stata infatti introdotta in applicazione della direttiva '89/592/CEE ispirata alle teorie del *market egalitarianism* e della *parity of information*, in difformità quindi rispetto all'esperienza statunitense ove tali teorie erano state sconosciute dopo aver condizionato i primi approcci al fenomeno e dove l'intero sistema è costruito sul fulcro della tutela di interessi individuali ai quali le pratiche di *insider trading* arrecano pregiudizio in quanto violazioni di obblighi, *lato sensu*, fiduciari.

Tale tendenza dogmatica europea è stata solo formalmente superata dalla direttiva 2003/6/CE, che si proclama indirizzata alla repressione dei *market abuse* in quanto lesivi dell'integrità del mercato e della fiducia degli investitori ma senza alcun riferimento alla parità di informazione come avveniva invece nella direttiva del 1989. Nella sostanza però la disciplina italiana continua a subire notevolmente l'influenza del *market egalitarianism*<sup>135</sup> e comunque si connota per il proposito di tutela di un interesse pubblico rispetto al quale le posizioni dei singoli sono poste in secondo piano.

La più evidente dimostrazione del diverso approccio è offerta dalla figura del *tippee*, punito negli Stati Uniti solo se consapevole che l'informazione sia stata a egli comunicata dall'*insider* in violazione dei propri obblighi fiduciari verso la società d'appartenenza e i suoi soci, secondo la teoria tradizionale, o verso la fonte della notizia, nella *misappropriation theory*, esclusivamente, peraltro, quando l'*insider* tragga un personale beneficio dall'aver trasmesso l'informazione all'*outsider*<sup>136</sup>. Diversamente, nell'attuale disciplina europea (art. 4 direttiva 2003/6/CE) e italiana (art. 187bis comma 4 del TUF), l'*insider* secondario è soggetto a responsabilità oggi solo amministrativa, per il semplice fatto di essere in possesso di un'informazione di cui conosca il carattere privilegiato, a prescindere dalla cognizione circa la provenienza della stessa da un *insider*, richiesta invece dalle normative nazionali precedenti in aderenza alla direttiva '89/592/CE. La normativa italiana, derivante da quella comunitaria, sanziona quindi il semplice possesso consapevole di un'informazione privilegiata e non il fatto che a essa si sia pervenuti in maniera fraudolenta.

Un'ulteriore prova dell'ispirazione egalitaria seguita dalla disciplina italiana risiede nella circostanza per cui la condotta di *tipping* realizza la fattispecie di abuso di informazione privilegiata, ed espone quindi il *tipper* alla sanzione, indipendentemente dalla realizzazione dell'operazione a opera del *tippee*; si punisce così la semplice divulgazione selettiva dell'informazione. È pertanto la

---

<sup>135</sup> Ruggiero, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in «Dir. pra. soc.», 2005, p. 11.

<sup>136</sup> *Dirks v. S.E.C.*, 463 U.S. 646 (1983).

tutela della parità d'accesso alle informazioni a essere perseguita, poiché l'ordinamento italiano sanziona anche la sola indebita circolazione dell'informazione privilegiata, mentre nel modello statunitense la configurazione dell'illecito non può prescindere dal compimento di un'operazione sui titoli<sup>137</sup>.

La difformità degli scopi dispiega in ultima analisi i propri effetti sulle sanzioni comminate in caso di violazione del divieto. Così, mentre è riscontrabile una certa convergenza delle sanzioni pubblicistiche tra i due ordinamenti, profondamente diversi appaiono i profili civilistici conseguenti all'illecito. E infatti il trattamento sanzionatorio penale e amministrativo ha registrato nel nostro Paese un progressivo aumento dei minimi e dei massimi edittali, con ulteriore incremento delle sanzioni pecuniarie attualmente statuibile dal giudice anche come multiplo del profitto realizzato dall'autore dell'abuso, previsioni che avvicinano la normativa nazionale alla severità delle pene disposte nel sistema nordamericano e al loro metodo di calcolo, sebbene la capacità deterrente di tali sanzioni in Italia sia di fatto seriamente compromessa dalla scarsa effettività che la risposta penale patisce in generale nel nostro sistema. A quest'ultimo inconveniente si è tentato di ovviare prevedendo, con l'ultima riforma operata con la l. 62/05, una responsabilità amministrativa, parallela a quella penale per gli *insider* primari ed esclusiva per quelli secondari, che dovrebbe superare la mancata effettività delle sanzioni penalistiche<sup>138</sup>.

Le più marcate divergenze risiedono però in ambito civile. L'interesse pubblico all'integrità del mercato trova presidio nella disciplina italiana, oltre che nelle disposizioni pubblicistiche, nella previsione del peculiare istituto di cui al secondo comma dell'art. 187undecies TUF che riconosce alla Consob la legittimazione a ottenere la riparazione dei danni al mercato. Alla previsione di un simile rimedio non si accompagna alcuna specifica disposizione concernente la responsabilità civile del *market abuser* nei confronti degli investitori individualmente danneggiati dall'*insider trading*, in antitesi al modello statunitense che riconosce esplicitamente il diritto d'azione in favore dei *contemporaneus investors* con la *section* 20A. Restano quindi irrisolte in Italia le difficoltà di adattamento dei generali istituti di diritto civile alle ipotesi di *insider trading*, difficoltà comuni a quelle riscontrate nell'esperienza di *common law*, come il nesso di causalità e la quantificazione del danno, e lì superate grazie alla norma speciale che ha accolto soluzioni già in parte raggiunte in via equitativa dalla giurisprudenza con il riconoscimento dell'*implied right of action* per violazione della *rule* 10(b)-5 spettante agli investitori danneggiati.

---

<sup>137</sup> Ruggiero, *Insider trading...*, cit.

<sup>138</sup> Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 84.

Le ragioni dei singoli investitori difficilmente potranno trovare nel nostro ordinamento una simile tutela in assenza di una specifica disposizione legislativa a ciò diretta, sia per la già ricordata differenza nel sistema delle fonti del diritto che non permette alla giurisprudenza di *civil law* la creazione di rimedi di *equity* come accaduto in materia nell'ordinamento statunitense, sia per i limiti che di fatto creano le svariate misure pubblicistiche predisposte dalla normativa nazionale in tema di abusi di mercato. Un'ulteriore frustrazione degli interessi privatistici è infatti sostanzialmente creata dal prosciugamento che può subire il patrimonio dell'*insider* qualora si applichino le severe sanzioni pecuniarie, la misura della confisca anche per equivalente e la riparazione dei danni all'integrità del mercato in favore della Consob. In assenza di adeguate norme di coordinamento tra i due regimi, privatistico e pubblicistico, di responsabilità e stante la mancata predisposizione di meccanismi di distribuzione tra i soggetti che subiscono i pregiudizi economici conseguenti all'*insider trading* delle somme recuperate, come avviene invece negli Stati Uniti con gli istituti del *disgorgement* e delle *civil monetary penalties*, le pretese degli investitori, se pure dovessero riconoscersi in astratto legittime, difficilmente saranno in concreto soddisfatte.

Il sistema italiano disciplinante il fenomeno dell'*insider trading* risulta in definitiva inadatto alla tutela degli interessi privati pregiudicati dall'abuso informativo, poiché focalizza l'intero sforzo repressivo nella salvaguardia del generale interesse pubblico all'integrità del mercato senza predisporre corrispondenti strumenti giuridici in favore dei singoli, in via opposta quindi al modello statunitense che trova nella responsabilità civile la chiave di volta dell'intera disciplina degli abusi informativi e raggiunge attraverso essa, cui riconosce tra l'altro funzione deterrente, un maggior grado di effettività nella repressione dell'*insider trading*.



## Bibliografia

- Abbadessa, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge 157/1991*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 1992.
- Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 84, n. 3, 1970.
- Alvisi, *Abusi di mercato e tutele civili*, in «Contr. e impr. - Eur.», 2007.
- Annunziata, *La disciplina del Mercato Mobiliare*, Torino 2008.
- Atelli-Aterno, *L. 18 aprile 2005, n. 62 (G.U. 27 aprile 2005, n. 96, S.O.) - Legge comunitaria per il 2004*, in «Resp. Civ.», n. 6, 2005.
- Ballarini, *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in «Contratto e Impresa», 1990.
- Barnard, *When Is a Corporate Executive "Substantially Unfit to Serve"?*, in «70 N.C.L. Rev.», 1992.
- Bartalena, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989.
- Bartalena, *Commento agli artt. 180-187*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di Marchetti-Bianchi, Milano 1999.
- Bartalena, *L'Insider Trading*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. X, a cura di Colombo-Portale, Torino 1993.
- Bellini, *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della CONSOB*, in «Danno e resp.», 2007.
- Berle, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in «Mich. Law. Rev.», vol 25, 1927.
- Berle-Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, tr. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino 1966.
- Bianca, *Diritto civile*, vol. 5, *La responsabilità*, Milano 2006.
- Bose, Cothren, *Asymmetric Information and Loan Contracts in a Neoclassical Growth Model*, in «Journal of Money, Credit and Banking», vol. 29, n. 4, 1997.
- Camera, *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in «Foro amb.», 2006.
- Carbone, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto, Aggiornamento*, vol. II, Milano 1998.
- Carbone, *Il ruolo della CONSOB ed i nuovi doveri di informazione*, in «Riv. Dir. Comm.», parte I, 1992.
- Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 1, Milano 1993. Carbone, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano 1993.

- Carcano, *L'insider trading e gli analisti finanziari in una sentenza statunitense*, in «Riv. Soc.», 1985.
- Carmona, *Al capolinea l'insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate: a proposito dell'idoneità a influenzare "sensibilmente" il prezzo*, in «Riv. Pen.», 2003.
- Carriero, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano 1992.
- Carriero, Nota a sentenza (senza titolo) Trib. Milano 14 febbraio 2004, in «Foro it.», parte I, 2004.
- Casella, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in «Giur. Comm.», III, 1989.
- Corapi, *Inside information e Insider Trading: prospettive di intervento legislativo*, in «L'informazione societaria», 1982.
- Corapi, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in «Riv. D. Comm.», 1968.
- Clark, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986.
- Ducci, *Azioni risarcitorie per insider trading: alla ricerca di nuovi strumenti di tutela*, in «Riv. dir. Impr.», 2004.
- Easley, O'hara, *Information and the Cost of Capital*, in «The Journal of Finance», vol. 59, n. 4, 2004.
- Easterbrook Fischel, *Operazioni su titoli in base ad informazioni interne*, tr. it. a cura di Carbone, in «Foro It.», V, 1991.
- Fabrizio, *Insider trading, ipotesi di danno riconducibili all'attività dell'Insider*, in «Eco. dir. terz.», 1996.
- Foschini, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008.
- Francis, Hasan, Huang, Sharma, *Do Banks Value Innovation? Evidence from US Firms*, in *Financial Management*, vol. 41, n. 1, 2012, pp. 159-185.
- Galgano, *Diritto civile e commerciale*, vol. II, t. 1, Padova 2004.
- Galgano, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in «Contratto e impresa», 1985.
- Galli, *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di "trading" vietata, come definita nel cosiddetto "Testo Unico Draghi"*, in «Giur. Comm.», II, 1998.
- Galli, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano 2010.
- Gallo, *Arricchimento senza causa*, Milano 2003.
- Giavazzi, *Insider trading: la prima condanna civile*, in «Le Società», 2005.
- Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano 2008.
- Grande Stevens, *Questioni in tema di insider trading e di compravendita di azioni proprie*, in «Riv. soc.», 1991.
- Holmes, Isham, Wasilewski, *Overcoming Information Asymmetries in Low-Income Lending: Lessons from The Working Wheels Program*, in «Southern Economic Journal», vol. 72, n. 2, 2005.
- Huges, Liu S.J., Liu J., *Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital*, in «The Accounting Review», vol. 82, n. 3, 2007.
- Loke, *The protected interests in the private right of action for insider trading: a comparative perspective*, in «Journal of Corporate Law Studies», 2007.
- Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1983.
- Loss, *Supplement of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1986.
- Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966.
- Maccabruni, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in «Giur. Comm.», parte I, 1995.
- Mauceri, *Abusi di mercato e responsabilità civile: danni all'integrità del mercato e danni non patrimoniali agli enti lucrativi lesi dal reato*, in «Nuova giur. civ. com.», 2010.

- Mitchell, *Note, Leventhall v. General Dynamics Corporation: No Recovery for the Plaintiff-Option Holder in a Case of Insider Trading Under Rule 10b-5*, 79 Nw. U. L. Rev. 780 (1984).
- Montavani, *The Information Risk Drivers: A Long-Term Analysis to Support a Risk Premia Modeling*, in «Quarterly Journal of Finance and Accounting», vol. 50, n. 1, 2011.
- Napoleoni, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in «Cass. pen.», 2001.
- Nuzzo, *Insider trading e tutele civilistiche*, in Rabitti-Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario - L'insider trading*, Milano 1992.
- Rordorf, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in «Le Società», 2005.
- Rowell, Connelly, *A History of the Term "Moral Hazard"*, in «Journal of Risk and Insurance», vol. 79, n. 4, 2012.
- Ruggiero, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in «Dir. pra. Soc.», 2005.
- Santoro, *Insider Trading: profili civilistici*, in «Contratto e Impresa», 1992.
- Seminara, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionate*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2008.
- Seminara, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989.
- Seminara, *La tutela penale del mercati finanziario*, in Pedrazzi-Alessandri-Fonfani-Seminara-Spagnolo, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna 2000.
- Sgubbi, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in «Giur. comm.», 2005.
- Sgubbi, *Le sanzioni*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998.
- Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Lezioni, Padova 2008.
- Stella, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008.
- Stiglitz, *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, in «The American Economic Review», vol. 92, n. 3, 2002.
- Stiglitz, *Alternative Theories of Wage Determination and Unemployment in LDC's: The Labor Turnover Model*, in «The Quarterly Journal of Economics», vol. 88, n. 2, 1974.
- Vining, Weimer, *Information Asymmetry Favoring Sellers: A Policy Framework*, in «Policy Sciences», vol. 21, n. 4, 1988.
- Visintini, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova 1972.
- Wang-Steinberg, *Insider trading*, New York 2010.
- Zannino, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, I parte*, in «Dir. comm. Int.», 1996.
- Zannino, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, II parte*, in «Dir. comm. int.», 1997.



## Giurisprudenza statunitense

Laidlaw v. Organ, 15 U.S. 178 (1817).  
Oliver v. Oliver, 118 Ga. 362, 45 S.E. 232 (1903).  
Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).  
Buckley v. Buckley, 205 Mich. (1925).  
Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808 (1951).  
In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).  
S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F.Supp. 262 (S.D.N.Y. 1966).  
S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co., 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968).  
Diamond v. Oreamuno, 24 N. Y. 2D 494, 301 N.Y.S.2d 78, 248 N. E. 2d 910 (1969).  
Investitor Management Co., 44 S.E.C., 649 (1971).  
Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972).  
Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974).  
Fridrich v. J C Bradford, 542 F. 2d 307 (1976).  
TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).  
United States v. Chiarella, 588 F. 2d. 1358 (1978).  
United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980).  
Elkind v. Liggett & Myers Inc., 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980).  
Aron v. S.E.C., 446 U.S. 680 (1980).  
United States v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).  
Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F. 2d 88 (2d Cir. 1981).  
Dirks v. S.E.C., 463 U.S. 646 (1983).  
Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5, 11 (1983).  
Laventhall v. General Dynamics Corporation, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983).  
S.E.C. v. San Saba Nu-Tech, Inc., S.E.C. Litig. Rel. n. 10,531,31 S.E.C. Docket 510, 1984 WL 470 912  
(D.D.C. Sept. 19, 1984).  
United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (1985) United States v. Carpenter, 791 F. 2d, 1024 (1986).  
S.E.C. v. Tomè, 638 F. Supp. 596 (1986).  
S.E.C. v. Tomè, 833 F. 2d, 1087 (1987).

Carpenter v. United States, 108 U.S. 316 (1987).  
S.E.C. v. First City Fin. Corp., Ltd., 890 F.2d 1215 (D.C. Circ. 1989).  
S.E.C. v. Shah, [1994-1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,374 (S.D.N.Y.).  
S.E.C. v. Patel, 61 F3d 137 (2d Cir. 1995).  
United States v. Bryan, 58 F 3d 933 (4th Cir. 1995).  
United States v. O'Hagan, 92 F 3d 612 (8th Cir. 1996).  
United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).  
S.E.C. v. Sargent, 329 F.3d 34, 40-41 (1<sup>st</sup> Cir. 2003).

## Giurisprudenza italiana

Cass. SS. UU., sentenza 22 luglio 1999 n. 500.

Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, p. 1581.

Corte Costituzionale, sentenza 1 dicembre 2004 n. 382.

Trib. Milano, ord. 25 gennaio 2005, G.U.P. Sacconi, in «Cor. Giu. Eur.», s.n., 22 novembre 2005.

Cass. pen., sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391.

Trib. Milano, sez. III pen., 24 giugno 2006 n. 3406.

Trib. Milano, sent. 25 ottobre 2006 n. 10580.

Trib. Milano, sez. III pen. sent. 25 ottobre 2006 dep. 23 gennaio 2007 n. 771.

Cass. civ., sez. III, 19 gennaio 2007, n. 1183.

Trib. Milano, sez. I, sent. 7 gennaio 2008.

Cass. pen., sez. un., n. 10280/2008.

Cass. pen., sez. un., n. 26654/2008.

Cass. pen., sez. V 20 gennaio 2010, depositata il 3 marzo 2010, n. 8588.



# Indice

Prefazione	5
1. L'asimmetria dell'informazione	15
1. <i>L'asimmetria dell'informazione: cenni introduttivi</i>	15
2. <i>L'asimmetria informativa nel pensiero comune</i>	16
3. <i>L'asimmetria informativa e gli incentivi</i>	18
4. <i>L'asimmetria informativa e il rischio di credito</i>	20
5. <i>L'asimmetria informativa e il punto di vista politico</i>	21
6. <i>L'asimmetria informativa e il costo del capitale</i>	23
7. <i>L'asimmetria informativa e l'informazione quale bene pubblico</i>	24
8. <i>L'asimmetria informativa e l'accesso al credito</i>	26
9. <i>L'asimmetria informativa e l'innovazione</i>	28
2. L' <i>insider trading</i> nel diritto statunitense	31
1. <i>Common law e insider trading</i>	31
2. <i>La Federal Securities Law</i>	33
3. <i>Il disclose or abstain duty e la rule 10b-5</i>	35
4. <i>La teoria fiduciaria nei casi "Chiarella" e "Dirks"</i>	39
5. <i>Teoria fiduciaria e tender offer e la rule 14(e)-3</i>	43
6. <i>La misappropriation theory</i>	46
7. <i>Interventi Legislativi degli anni Ottanta</i>	49
8. <i>Il caso O'Hagan</i>	52
9. <i>I danni provocati dall'insider trading</i>	55
10. <i>Le azioni civili della SEC</i>	57
11. <i>Injunction</i>	58
12. <i>Disgorgement</i>	59

13. <i>Civil monetary penalties</i>	60
14. <i>Officier and director bars</i>	61
15. <i>Il ruolo dell'emittente</i>	63
16. <i>L'implied righth of action per violazione della rule 10(b)-5</i>	65
17. <i>Effetti della teoria fiduciaria sull'implied righth of action</i>	69
18. <i>La section 20A</i>	71
19. <i>Il ruolo della responsabilità civile</i>	74
3. <i>L'insider trading nel diritto italiano</i>	75
1. <i>L'introduzione del divieto di insider trading in Italia</i>	75
2. <i>L'insider trading nel TUF</i>	79
3. <i>La direttiva sui market abuse 2003/6/CE</i>	84
4. <i>La legge 62/2005</i>	85
5. <i>L'evoluzione della disciplina italiana</i>	93
6. <i>Interessi privatistici</i>	96
7. <i>La Consob parte civile</i>	96
8. <i>I danni all'emittente</i>	105
9. <i>Gli investitori danneggiati: i rimedi contrattuali</i>	108
10. <i>La responsabilità aquiliana</i>	111
11. <i>Il caso SCI</i>	115
12. <i>Arricchimento senza causa</i>	119
13. <i>Insufficienza dei rimedi civilistici</i>	121
14. <i>Nuove frontiere dell'insider trading</i>	122
15. <i>Tracking cookies: pro e contro</i>	123
16. <i>Considerazioni finali</i>	125
Bibliografia	131
Giurisprudenza statunitense	135
Giurisprudenza italiana	137



STAMPATO IN ITALIA  
nel mese di febbraio 2021  
da Rubbettino print per conto di Rubbettino Editore srl  
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)  
[www.rubbettinoprint.it](http://www.rubbettinoprint.it)



