

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
Cattedra di Diritto Privato Comparato

RESPONSABILITA' CIVILE DA INSIDER TRADING NEL
DIRITTO STATUNITENSE: PROFILI COMPARATIVISTICI

RELATORE
Chiar.ma Prof.ssa
Barbara De Donno

CANDIDATO
Gaetano Giuseppe Caroli-Casavola
Matr. 070273

CORRELATORE
Chiar.mo Prof.
Raffaele Torino

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

INDICE

Cenni introduttivi	pag.
--------------------------	------

CAPITOLO 1

L'INSIDER TRADING NEL DIRITTO STATUNITENSE

1. Il divieto di <i>insider trading</i>	pag.
1.1 <i>Insider trading e common law</i>	pag.
1.2 <i>La Federal Securities Law</i>	pag.
1.3 <i>La rule 10b-5 ed il disclosure or abstain duty</i>	pag.
1.4 <i>La teoria fiduciaria nei casi "Chiarella" e "Dirks"</i>	pag.
1.5 <i>Teoria fiduciaria e tender offer, la rule 14(e)-3</i>	pag.
1.6 <i>La misappropriation theory</i>	pag.
1.7 <i>Interventi legislativi degli anni ottanta</i>	pag.
1.8 <i>Il caso O'Hagan</i>	pag.
2. Profili civilistici	pag.
2.1 <i>I danni provocati dall'insider trading</i>	pag.
2.2 <i>Le azioni civili della SEC</i>	pag.
2.2.1 <i>Injunction</i>	pag.
2.2.2 <i>Disgorgement</i>	pag.
2.2.3 <i>Civil monetary penalties</i>	pag.
2.2.4 <i>Officier and director bars</i>	pag.
2.3 <i>Il ruolo dell'emittente</i>	pag.
2.4 <i>Azioni civili degli investitori</i>	pag.
2.4.1 <i>L'implied righth of action per violazione della rule</i> <i>10(b)-5</i>	pag.
2.4.2 <i>Effetti della teoria fiduciaria sull'implied righth of</i> <i>action</i>	pag.
2.4.3 <i>La section 20A</i>	pag.

2.4.4. Il ruolo della responsabilità civile.....	pag.
--	------

CAPITOLO 2

L'INSIDER TRADING NEL DIRITTO ITALIANO

1. Il divieto di insider trading in Italia.....	pag.
1.1 Introduzione del divieto: la legge 157/1991.....	pag.
1.2 L' <i>insider trading</i> nel TUF.....	pag.
1.3 La direttiva sui <i>market abuse</i> 2003/6/CE.....	pag.
1.4 La riforma del 2005.....	pag.
1.5 L'evoluzione della disciplina italiana.....	pag.
2. Profili Civilistici.....	pag.
2.1 Interessi privatistici.....	pag.
2.2 La CONSOB parte civile.....	pag.
2.3 I danni all'emittente.....	pag.
2.4 Gli investitori danneggiati.....	pag.
2.4.1 Rimedi contrattuali.....	pag.
2.4.2 Responsabilità aquiliana.....	pag.
2.4.3 Il caso SCI.....	pag.
2.4.4 Arricchimento senza causa.....	pag.
2.4.5 Insufficienza dei rimedi civilistici.....	pag.
Considerazioni finali.....	pag.
Bibliografia.....	pag.
Giurisprudenza.....	pag.

Cenni introduttivi

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 ad 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 su l'ampiezza della risposta sanzionatoria repressiva propria della fattispecie penale, anche sull'individuazione degli interessi pregiudicati dalle negoziazioni dell'*insider* e sulla portata della loro tutela, elementi determinanti per valutare la capacità della disciplina anti-*insider* di raggiungere il proprio scopo primario. Esso consiste infatti nello scongiurare le inefficienze causate dal fenomeno, prima fra tutte il c.d. effetto fuga, ossia

quell'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 ed in definitiva un allontanamento a lungo termine di quelli operatori che costringe a negoziare in situazione di menomazione informativa. Il tutto si traduce in scarsità del capitale di investimento ed 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 mercato¹, 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 ed il *Securities Exchange Act* del 1934 per dare risposta ad 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

1 BERLE, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in *Mich.Law.Rev* 1927, vol 25. pp. 827 ss.

l'adozione², 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, 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 giurisprudenziale³ 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 ad 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 c.d. 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*, tutti animati dall'intento di arginare quella che appare

2 BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, tr. it. Società per azioni e proprietà privata, Torino, 1966.

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

come una sostanziale liberalizzazione del fenomeno.

La risposta alla teoria fiduciaria si sostanzia nella *Misappropriation theory* la quale, impostata dalla SEC e avallata 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 ad 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 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"⁴, dalla capacità del sistema americano di rinnovarsi attraverso tutte le proprie componenti, per superare le nuove sfide che l'evoluzione sociale, ed 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

4 LOSS, *Supplement of Securities Regulation, Boston-Toronto*, 1986. p.144

la fiducia degli investitori nei mercati stessi”⁵. 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 ed amministrative finalizzate alla repressione delle pratiche di *market abuse*.

Lo sviluppo di tale corpo normativo risentirà sempre, però, dell'assenza di specifiche disposizioni riguardo la 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, 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

5 Direttiva 2003/6/CE, Considerando n.12

problematiche che il regolatore italiano avrebbe incontrato nella propria attività⁶. 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 materia⁷. La normativa in questione richiede infatti, come sappiamo, 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, per tanto, gestita secondo i dettami della disciplina sugli abusi di mercato. Le caratteristiche così individuate sono ulteriormente specificate in formule che tuttavia, rimanendo ispirate ad un linguaggio d'origine anglosassone e quindi ad una tradizione giuridica imperniata su clausole generali, non superano a pieno 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

6 CORAPI, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in Riv. D. Comm.1968 pag. 288; CORAPI, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*, 1982 pag. 693

7 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, pag. 825

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 187 *undecies* del TUF, oltre a dividere dottrina e giurisprudenza⁸ 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 ed 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 ad 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

8 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

principali ordinamenti.

Il confronto viene acceso sulla fine degli anni sessanta delle teorie elaborate dal Prof. Manne⁹, teorie frutto di osservazioni condotte secondo il metodo di analisi economica del diritto ed 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.

La difesa, a tratti pretestuosa, dell'*insider trading* viene però confutata, nella stessa ottica di analisi economica, da un massiccio filone di studiosi¹⁰, 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 la 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 ad una regolamentazione dell'*insider trading*, la più convincente sembra essere quella che pone in luce i costi di una eventuale liberalizzazione in termini di incremento del rischio per gli investitori e di

9 MANNE, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966

10 CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986; EASTERBROOK FISHEL, *Operazioni su titoli in base ad informazioni interne*, Trad. Ita. A cura di P.CARBONE, in *Foro It.* 1991, V, pag 217

conseguenziale 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 una 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”¹¹

Proprio in virtù dei riscontri ottenuti dall'analisi economica, si è soliti suddividere¹² i danni provocati da operazioni di *insider trading* in danni al mercato, danni alla società e danni agli investitori. Ognuna di queste categorie presenta profili specifici riguardo la 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

11 CARCANO, *L'insider trading e gli analisti finanziari in una sentenza statunitense*, in Riv. Soc., 1985, pag. 724.

12 CARBONE, *Insider Trading (profili civilistici)*, in Enciclopedia del Diritto, Aggiornamento vol. II, pag 417, Milano 1998; CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986.

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.

CAPITOLO 1

L'INSIDER TRADING NEL DIRITTO STATUNITENSE

1. Il divieto di *insider trading*

1.1 *Insider trading e common law.*

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*¹³, 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 ed 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

13 *Laidlaw v. Organ* 15 U.S. 178 (1817)

risarcimento del danno e definito *fraudolent misrepresentation*. Per poter equiparare a quest'ultima il silenzio del contraente è necessario individuare in capo ad 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 ad 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, ad un secondo filone, la *minority rule* promossa da alcune corti statali¹⁴, 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

14 Prima tra tutte la Corte Suprema della Georgia nel caso *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 45 S.E. 232 (1903)

allora un indirizzo intermedio nel caso *Strong v. Repide*¹⁵, 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 sociali¹⁶. La teoria degli *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 dottrina¹⁷ 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 ad 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

15 *Strong v. Repide*, 213 U.S.419(1909)

16 *Buckley v. Buckley*, 205 Mich.(1925)

17 BERLE, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in *Mich.Law.Rev* 1927, vol 25. pp. 827 ss.

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”¹⁸, tali sollecitazioni trovarono accoglimento nell'attività legislativa dei primi anni trenta promossa dal Presidente Roosevelt e passata alla storia come *New Deal*.

1.2 La *Federal Securities Law*.

L'intervento legislativo si articolò in due provvedimenti, il *Securities Act* del 1933 ed 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 ed 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 ed approntare 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*.

18 BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Propety*, New York, 1932, tr. it. Società per azioni e proprietà privata, Torino, 1966.

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 c.d. *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 ed 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 od 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 *rule10(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.

1.3 La *rule 10b-5* ed il *disclose or abstain duty*.

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 *rule10(b)-5*, al fine di reprimere ogni genere di *fraud* realizzabile nelle negoziazioni di valori mobiliari. La norma è voluta ed 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*¹⁹, alla quale si contestava di aver venduto i titoli della società aeronautica *Curtis & Wright Corporation*, detenuti nei portafogli dei propri clienti, in base ad 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 precedente²⁰, individua i due elementi costitutivi dell'illecito nell'*access* e nell'*inherent unfairness*. Il primo consiste nella possibilità del soggetto di avere accesso ad 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*

19 *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961)

20 *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808 (1951)

corporate purpose and not for the personal benefit of anyone,"²¹. 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.*”²². 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,*”²³, 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.

Proprio la focalizzazione sulla scorrettezza nell'utilizzare l'informazione ha attirato diverse critiche sulla 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*²⁴, 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.*²⁵, 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*

21 *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), p 912

22 *op. cit.*, p.912

23 *op. cit.*, p 912

24 LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto 1983, p.831

25 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968)

*concerned while such inside information remains undisclosed*²⁶. 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 grado²⁷ che, pur avendo riconosciuto la validità della *disclose or abstain rule* in relazione ad un ambito soggettivo più ampio di quello tipizzato nella *sec.16(b)*, così come affermato nel caso *Cady, Roberts & Co.*, ed avendo ammesso la sua applicabilità ad 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 venga assimilata dal mercato, rilevò come tale individuazione non potesse avvenire in via giurisprudenziale ma fosse compito della Commissione ovvero, qualora la stessa non si ritenesse investita di tale potestà, del Legislatore²⁸. 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*²⁹ ed invitò, invano, la Commissione ad individuare una

26 *op. cit.*, p. 848

27 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 258 F.Supp. 262 (S.D.N.Y. 1966)

28 *op. cit.* p.289

29 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968), p. 854

regola che desse un buon grado di certezza alla comunità finanziaria³⁰. La sentenza d'appello in oltre 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.*”³¹. 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 ed 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.*”³². Infatti, pur preferendosi come indice di rilevanza la significativa possibilità di influenzare le scelte di un azionista ragionevole, non si compieva 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, ad estendere il più possibile le nozioni di *insider* ed 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 ad una condanna penale per violazione della *sec. 10(b)* e della *rule 10(b)-5*³³, sulla convinzione che il Legislatore federale “*created a system providing equal access to the information necessary for reasoned and intelligent investment decisions.*”³⁴. Un indirizzo così estremo poneva in serie

30 LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation, cit.*, p. 841

31 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968), p. 849

32 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p.449

33 La condanna penale è pronunciata già in primo grado, 450 F. Supp. 95 (1978)

34 Così apre la propria decisione la Corte d'Appello del secondo Circuito sull'impugnazione

difficoltà tutti quelli operatori professionali, gli analisti, che basano la propria attività sulla ricerca e l'elaborazione di informazioni, in quanto si affermava che il *disclose or abstain duty* incombe su chiunque abbia regolare accesso ad 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.*”³⁵. 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.*”³⁶.

1.4 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 ed i prospetti da inviare alla *SEC* e rendere pubblici in caso di offerte pubbliche di acquisto (*tender offer*). Egli riuscì ad 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 state prudenzialmente criptate, 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 \$. 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, *United States v. Chiarella* 588 F. 2d.

1358 (1978) p. 1362

35 *op. cit.* p. 1365

36 *op. cit.* p. 1369

in tutta la sua portata, rigettando con una decisione molto sofferta³⁷ 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 la frodi: “*is aptly described like a catchall provision, but what it catches must be fraud*”³⁸. Affinché il silenzio di chi opera sul mercato azionario circa informazioni riservate ed essenziali possa essere considerato fraudolento 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*”³⁹, 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.*”⁴⁰. 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' securities, for he had no prior dealings with them, was not their agent, was not a fiduciary, and was*

37 *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.

38 *op. cit.* p. 234

39 *op. cit.* p. 235

40 *op. cit.* p.233

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.*”⁴¹.

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 mercato⁴². 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 gli anni ottanta in un susseguirsi di pronunce giurisprudenziali, norme regolamentari e interventi legislativi incalzati 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*⁴³. 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

41 *op. cit.* p.232

42 CASELLA, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. Comm.* 1989, III, pag.796, p. 818.

43 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

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 ed accertare i falsi in bilancio, ed il *Wall Street Journal* qualche giorno dopo pubblicò le informazioni ricevute da Dirks. La *SEC* avviò un'investigazione 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 *Investitors Management Co.* Del 1971⁴⁴, come quella di chi riceve e sfrutta un'informazione riservata ed essenziale sapendo, o potendo sapere, che proviene da un'*insider*⁴⁵. Perquanto la sanzione fu limitata ad 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*”⁴⁶. Secondo la Corte⁴⁷ anche la responsabilità del *tippee* si configura in caso di violazione di un obbligo fiduciario dello stesso verso la società ed 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

44 *Investitor Management Co.*, 44 S.E.C., 649 (1971)

45 21 S.E.C. Docket 1401 (1981)

46 *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222 (1980) p. 230

47 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

informazioni violando il proprio obbligo fiduciario ed 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.*”⁴⁸ 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*”⁴⁹. 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 ed 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,*

48 *op. cit.* p. 660

49 *op. cit.* p. 663

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"⁵⁰. L'estensione degli obblighi fiduciari a certi *outsiders* ha permesso 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'appello⁵¹ 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 grado⁵², 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.

1.5 Teoria fiduciaria e *tender offer*, 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 ad un prezzo prestabilito generalmente inferiore alla quotazione corrente, offrendo

50 *op. cit.* p. 665, nt. 14

51 *SEC v. Tomè*, 833 F. 2d, 1087 (1987)

52 *SEC v. Tomè*, 638 F. Supp. 596 (1986)

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 ne nella categoria *insiders*, sia 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.

La consapevolezza di tali difficoltà ha spinto la *SEC* ad emanare una norma specifica per reprimere ogni tipo di abuso realizzabile in occasione di offerte pubbliche d'acquisto. Le *tender offer* erano già oggetto di specifica disciplina contenuta nella *sec.* 14(e); tale articolo fu introdotto dal *Williams Act* del 1968, emendamento del *Securities Exchange Act* che, per apprestare tutela agli investitori, predispose per la prima volta una puntuale regolamentazione dell'o.p.a. permettendo il rastrellamento fino al limite del 5% delle azioni di una compagnia e prevedendo, al superamento di tale limite, l'obbligo di annunciare il contenuto del proprio portafoglio e le proprie intenzioni. Con il comma (e) della *sec.* 14 si dichiara in oltre 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 ad 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 emittenti 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 ad operare. In entrambi i casi infatti ad 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 ad 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 giurisprudenziale⁵³.

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*

53 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.* (2d Cir. 1968) cit.

theory ritenuta da alcuni commentatori una “entrata laterale”⁵⁴ aperta alle teorie del *market egalitarianism* che erano state invece respinte nel caso Chiarella.

1.6 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 appropri 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 se ed 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*”⁵⁵.

La centralità nella configurazione dell'illecito che assume l'appropriazione dell'informazione realizzata contravvenendo ad un proprio obbligo fiduciario, è evidenziata dalla veemenza dei termini usati dal Giudice il quale ricorda, tra

54 CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (profili di comparazione), Milano 1993, p.21

55 *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222 (1980), p. 245

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 o rivelare 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."*⁵⁶. 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.

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*⁵⁷, 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 ed il proprio datore di lavoro. Allo stesso modo nel già citato caso Tomè la condanna di primo grado⁵⁸ 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*

56 *op. cit.* p. 240

57 *U.S. v. Newman*, 664 F.2d 12 (1981)

58 *SEC v. Tomè*, 638 F. Supp. 596 (1986)

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 \$ 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*⁵⁹ 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*⁶⁰. 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 informazioni confidenziali di proprietà del giornale stesso, Winans ed 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 primo⁶¹ e secondo grado⁶² 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

59 *SEC v. Tomè*, 833 F. 2d, 1087 (1987)

60 *Carpenter v. United States*, 108 U.S. 316 (1987)

61 *United States v. Winans*, 612 F. Supp. 827 (1985)

62 *United States v. Carpenter*, 791 F. 2d, 1024 (1986)

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 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”*⁶³

1.7 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 che 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, compie 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*

63 LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation, 1985 Supplement*, Boston-Toronto 1985, p.144

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 ad un massimo di 100.000 dollari.

Il provvedimento del 1984 si limita quindi ad 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 interessante 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 ed 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 ad 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 dalla

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 SEC⁶⁴.

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 ad opera del Congresso nell'ottobre del 1988⁶⁵. 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 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 ad 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

64 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.* 1998, 712 II ss., , p. 729

65 CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 2 (*profili di comparazione*), Milano 1993, p. 95

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 ad esercitare una 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 commise 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 negligenzemente 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* ad 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 indicazione⁶⁶. Attenta dottrina sottolinea come tale mancanza sia per certi versi collegata alle scelte di inasprimento sanzionatorio effettuate, scorgendo in tale politica la ricerca di un effetto deterrente verso un fenomeno di così difficile definizione quale l'*insider trading*⁶⁷.

66 CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading...*, cit., p. 39

67 CASELLA, *Alcune osservazioni...*, cit., p. 828.

1.8 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 ad 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 1997⁶⁸, 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 ad 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 grado⁶⁹ sul caso O'Hagan si aggiungeva, citandola in diversi passaggi, alla sentenza emessa dalla Corte

68 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

69 *United States v. O'Hagan*, 92 F 3d 612 (8th Cir. 1996)

d'Appello del *Fourth Circuit* in merito al caso Bryan⁷⁰, 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 SEC, seguendo l'esempio offerto dal *Second Circuit* e della *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 per *certiorari* proposto dalla pubblica accusa. Com'è noto questo istituto nel sistema di *common law* riconosce alle corti superiori il potere discrezionale di avocare a se un giudizio pendente davanti ad 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 ad 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

70 *United States v. Bryan*, 58 F 3d 933 (4th Cir. 1995)

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, ed 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 per tanto 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 ad 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'avvallo 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*.

2. Profili civilistici.

2.1 I danni provocati dall'insider trading.

Da tempo la dottrina⁷¹ 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, ed i danni arrecati al mercato nel suo complesso.

Proprio quest'ultima categoria di pregiudizi giustifica nei moderni ordinamenti, ed in quello statunitense in particolare, la previsione di una disciplina repressiva dell'*insider trading* sul piano amministrativo-penalistico ed 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 ad una tempestiva *disclosure*⁷², 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

71 CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p.265 ss.

72 CLARK, *Corporate Law*, cit., p. 268

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 implicita⁷³”, 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 quello a cui vendono lo stesso titolo, così trasferendo sull'intera comunità degli investitori i rischi di una possibile informazione incompleta.

In fine, 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 ad 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 spionaggio⁷⁴.

Da queste considerazioni si comprende perché le informazioni rilevanti debbano considerarsi come destinate al mercato e che per tanto 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 ad una autorità pubblica, la SEC, del ruolo propulsivo nelle dinamiche repressive del fenomeno.

Un soggetto danneggiato dall'attività dell'*insider* è certamente la società emittente,

73 CARBONE, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto, Aggiornamento* vol. II, pag. 417, Milano 1998, p. 422

74 CARBONE, *Insider Trading (profili civilistici)* cit. Milano, 1998

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 investimento⁷⁵. 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, ed 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 società⁷⁶. 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 ed in merito ai rimedi attuabili.

In fine 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 ed anzi ottengono condizioni più favorevoli dalla presenza di *insider trading*, posto che l'*insider* acquista ad un prezzo più alto, o vende ad uno più basso, di quello in corso⁷⁷. 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 ad operare a

75 WANG-STEINBERG, *Insider trading*, New York 2010, p.30

76 CLARK, *Corporate Law, cit.*, p. 284

77 MANNE, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966

quelle condizioni che in realtà non rispecchiano il giusto valore del titolo⁷⁸. 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 ad 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.

2.2 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 dispone⁷⁹. Questi, notevolmente ampliati dal c.d. *Remedies Act*⁸⁰ del 1990 e dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, consistono principalmente in sanzioni, sia di carattere amministrativo che di stampo civilistico. Riguardo questi ultimi i rimedi, i più ricorrenti sono: *injunction, disgorgement, civil monetary penalties e officier and director bars*.

78 CLARK, *Corporate Law*, cit., p.267

79 WANG-STEINBERG, *Insider trading*, New York 2010, p. 610 e ss.

80 *Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990*

2.2.1. *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'emaneazione 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 ad una adeguata documentazione circa le violazioni contestate ed il rischio di una reiterazione degli illeciti ad 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 Aron⁸¹, 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 particolare occupazione

81 *Aron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980)

professionale⁸². 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 illecite⁸³.

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

2.2.2. *Disgorgement*.

Attraverso il *disgorgement* la SEC tende ad 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*⁸⁴. 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, cosiddetti *prejudgement interests*, nella determinazione dei quali le Corti godono di ampia discrezionalità, non potendo la propria decisione essere riformata se non in caso di abuso⁸⁵.

Il rimedio svolge anche un ruolo di deterrente per la commissione di altri illeciti, di ciò ne è prova la disciplina di origine giurisprudenziale in virtù della quale la

82 STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 157.

83 WANG-STEINBERG, *Insider trading*, cit. p. 647 ove anche un'approfondita analisi dei casi in cui il rimedio è stato negato per carenza dei requisiti richiesti.

84 WANG-STEINBERG, *Insider trading*, cit. p. 653

85 *SEC v. Sargent*, 329 F.3d 34, 40-41 (1st Cir. 2003)

SEC deve indicare semplicemente con ragionevole approssimazione la misura della pretesa restitutoria⁸⁶. 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 illeciti⁸⁷.

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 sanzioni civili o penali inflitte all'autore. Ed 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 ad 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.

2.2.3. *Civil monetary penalties.*

Di natura punitiva sono certamente le *civil monetary (o money) penalties* regolate nella section 21A del *Securities Exchange Act* del 1934 ed 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 penalty* 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

86 *SEC v. First City Fin. Corp., Ltd.*, 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989)

87 *SEC v. Patel*, 61 F3d 137 (2d Cir. 1995)

ragione dell'inflazione ad un milione e quattrocentoventicinquemila 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* che, 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 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 ed 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 alla 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 finanziario⁸⁸.

2.2.4. *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 le *section 17(a)* del *Securities Act* e la *section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e le norme regolamentari che su di esse si fondano, di ricoprire la carica di dirigente od 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 previsto dal c.d. *Remedies Act* del 1990⁸⁹, che modificando la *section 20(e)* e la *section 21(d)(2)* rispettivamente del *Securities Act* e del *Securities Exchange Act*, ha così accolto in ambito legislativo una prassi già diffusasi nella pratica giudiziaria⁹⁰ esprimendo l'intento del Legislatore di scongiurare il ripetersi delle violazioni e tutelare gli investitori attraverso il potenziamento dell'attività di *enforcement* della SEC.

88 *SEC v. Sargent*, 329 F.3d 34, 40-41 (1st Cir. 2003)

89 *Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990*

90 *SEC v. San Saba Nu-Tech, Inc.*, *SEC Litig. Rel. n.10,531,31 SEC Docket* 510,1984 WL470912(D.D.C.Sept.19,1984)

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*⁹¹ si decise di adottare il *test* elaborato dal Prof. Barnard⁹² 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 concedere il rimedio⁹³. 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'*officier 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 *substantially 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 concesso⁹⁴.

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

91 *SEC v. Shah*, [1994-1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,374 (S.D.N.Y.)

92 BARNARD, *When Is a Corporate Executive "Substantially Unfit to Serve"?*, in 70 N.C.L. Rev., 1992, p. 1489

93 *SEC v. Patel*, 61 F3d 137 (2d Cir. 1995)

94 STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 178.

dell'*insider trading* istituti di matrice civilistica accanto ai rimedi più spiccatamente penalistici o comunque pubblicistici.

2.3 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 tema⁹⁵.

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 ed 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 del giudizio del Congresso circa l'abuso di informazioni privilegiate quale: “flagrante tradimento dei propri doveri fiduciari da parte di direttori e di funzionari di società”⁹⁶ 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*⁹⁷ e *Dirks*⁹⁸.

95 *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909)

96 *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.* 1989, III, pag.796, p.800.

97 *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222 (1980)

98 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

Sempre con riferimento alla violazione di vincoli fiduciari, in questo caso verso il proprio datore di lavoro che non è necessariamente l'emittente i titoli oggetto di negoziazione, si articola la teoria della *misappropriation* oggi accettata anche dai Giudici di Washington⁹⁹.

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 propri titoli, la pronuncia più significativa è quella della New York Court of Appeals sul caso *Diamond*¹⁰⁰.

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 ad 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*”¹⁰¹. 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*¹⁰² e *O'Hagan*¹⁰³ nonché dal suo accoglimento nella legislazione dello

99 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)

100 *Diamond v. Oreamuno*, 24 N. Y. 2D 494, 301 N.Y.S.2d 78, 248 N. E. 2d 910 (1969)

101 *op. cit.*, p. 499/912

102 *Carpenter v. United States*, 108 U.S. 316 (1987)

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 Governace* elaborati dall'*American Law Institute* nel 1994, cosiddetti *ALI Principles*, che con la *section 5.04* ne hanno subordinato l'esperimentabilità 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 Texas¹⁰⁴.

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 federali¹⁰⁵.

2.4 Azioni civili degli investitori.

2.4.1. 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.*¹⁰⁶ 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*"¹⁰⁷. Il riconoscimento del diritto alla parità d'informazione in favore di tutti coloro che

103 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 655 (1997).

104 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, pp. 1056 ss.

105 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 40

106 *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401F. 2D 833 (2d Cir. 1968)

107 *op. cit.*, p. 848

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 letta¹⁰⁸ la prima fondamentale decisione della medesima Corte in tema di tutela risarcitoria degli investitori privati emessa nel caso Shapiro¹⁰⁹. 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*”¹¹⁰, 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 Fridrich¹¹¹ 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.*”¹¹². 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 *Affiliated Ute*¹¹³, dalla considerazione della rilevanza dell'informazione taciuta e della sua

108 LOKE, *The protected interests cit.*, p. 312

109 *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974)

110 *op cit.*,p.237

111 *Fridrich v. J C Bradford*,542 F. 2d 307 (1976)

112 *op cit.*,p.318

113 *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972)

idoneità ad influenzare le scelte di investimento di un investitore ragionevole¹¹⁴. 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 *Fredrich* 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 dei primi avesse in qualche modo influenzato le decisioni dei secondi¹¹⁵.

La sentenza *Fridrich* contiene poi un'importante *concurring opinion*, quella del Giudice Celebrezze¹¹⁶, 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*¹¹⁷, 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

114 *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974), p. 238

115 *Fridrich v. J C Bradford*, 542 F. 2d 307 (1976)

116 *Fridrich v. J C Bradford*, 542 F. 2d 307 (1976) (Celebrezze, J., concurring) p.323

117 *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) p.236

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 *contemporaneus* come coloro che hanno operato lo stesso giorno in cui le negoziazioni illecite hanno avuto luogo. In tal senso sembrano infatti orientarsi le Corti Federali¹¹⁸.

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*¹¹⁹ 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 del *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 li 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

118 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, pp.530 ss.

119 *Elkind v. Liggett & Myers Inc*, 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)

influito sull'andamento del titolo nel periodo di *nodisclosure*¹²⁰. 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 convenuti 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 consente¹²¹. 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 *contemporaneus 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 ad un soggetto che aveva acquistato i titoli oggetto di *insider trading* prima della pubblica divulgazione delle notizie riservate ma un mese dopo le

120 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 248

121 LOKE, *The protected interests cit.*, p.318

vendite effettuate dall'*insider*. Trattasi della sentenza sul caso Wilson¹²², nella quale il *Second Circuit* rinnega la ricostruzione effettuata nel precedente caso Shapiro¹²³ 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.*”¹²⁴.

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 *contemporaneus* 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. (numerazione)*”¹²⁵.

Agli occhi di attenta Dottrina¹²⁶ la decisione nel caso Wilson appare essere in contrasto con la sentenza redatta l'anno precedente dalla *Supreme Court* nel caso Chiarella¹²⁷ ove precisando che perché ci sia violazione della *rule 10(b)-5* 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*”¹²⁸. La soluzione offerta in Wilson sembra quindi essere frutto di un compromesso tra la condivisa necessità della

122 *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp*, 648 F. 2d 88 (2d Cir. 1981)

123 *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Inc*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974)

124 *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp*, 648 F. 2d 88 (2d Cir. 1981), p. 94

125 *op.cit.*

126 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 568

127 *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222 (1980)

128 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 569

presenza di tale *privity* e l'asserita difficoltà di individuare le controparti nelle negoziazioni borsistiche, si 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*¹²⁹.

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

Gli effetti che la teoria fiduciaria adotta 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*¹³⁰ discusso sempre dal Secondo Circuito nel 1983¹³¹.

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 ed altri soggetti *tipic* di quest'ultimo ed alcuni di essi avevano già subito una condanna penale in merito alla stessa vicenda nel caso *Newman*¹³² 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 ne 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

129 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 556

130 *Moss v. Morgan Stanley Inc.*, 719 F.2d 5, 11 (1983)

131 LOKE, *The protected interests cit.*, p. 313

132 *U.S. v. Newman*, 664 F.2d 12 (1981)

stesso Circuito aveva fondato la sentenza penale, era idoneo a far 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.*”¹³³.

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 fiduciario¹³⁴.

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* citai per danni un *insider* che negozi i titoli sottostanti¹³⁵. Ciò avviene nel caso Laventhall¹³⁶ 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

133 *Moss v. Morgan Stanley Inc.*, 719 F.2d 5, 11 (1983), p. 13

134 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 587

135 LOKE, *The protected interests cit.*, p. 314

136 *Laventhall v. General Dynamics Corporation*, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983)

agli azionisti¹³⁷ 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' stock from a third party*”¹³⁸. 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 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.*”¹³⁹.

2.4.3. La section 20A.

Preso atto del vicolo cieco in cui la teoria fiduciaria aveva indirizzato l'*implied right of action*¹⁴⁰, 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*

137 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.

138 *Laventhall v. General Dynamics Corporation*, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983), p. 413

139 *Laventhall v. General Dynamics Corporation*, 704 F. 2d 407 (8 th Cir. 1983), p. 416

140 LOKE, *The protected interests cit.*, p. 316

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 la l'evoluzione interpretativa della disciplina federale ha creato e sottolinea come con l'atto promulgato intenda avvallare la validità della *misappropriation theory*¹⁴¹. Prevedendo una *express private action*, la nuova norma sancisce per tanto la responsabilità civile di chiunque violi le disposizioni del *Securities Exchange Act* del 1934 e di ogni norma regolamentare emanata in base ad essa, 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 li stessi al risarcimento in favore di chi abbia contemporaneamente compiuto negoziazioni di segno opposto a quelle costituenti violazione della normativa federale in materia finanziaria. La disposizione tuttavia non offre una definizione della categoria dei *contemporaneus 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 per l'*express private action* introdotta. Così l'importo totale dei danni risarcibili non può eccedere il limite dei profitti ottenuti o delle perdite evitate: “[t]he 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

141 *ITSFEA House Report*, H.R. Rep. No. 100-910, (1988), reprinted in 1988 U.S.C.C.A.N. 6043, 6063, p.26,27.

Elkind del *Second Circuit*¹⁴². 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* 21A¹⁴³.

L'azione può essere esercitata entro cinque anni dall'ultima operazione illecita: “[n]o 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 *Jhonson*¹⁴⁴, 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* 20A¹⁴⁵.

Il comma (c) dispone la responsabilità solidale dell'*insider tipper* per i danni provocati dalle negoziazioni del suo diretto *tippee*: “[a]ny 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 così detti *remote tippee*, ciò per evitare un'eccessiva responsabilità che rischierebbe di indurre il *management* ad astenersi dall'effettuare anche le comunicazioni legittime, pur dovendosi ammettere la responsabilità degli stessi

142 *Elkind v. Liggett & Myers Inc*, 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)

143 WANG-STEINBERG, *Insider trading*, *cit.*, p. 499 nt. 5

144 *Jhonson v. Aljian*, 490 F.3d 778 (9th Cir. 2007)

145 *op. cit.* p.783

qualora utilizzino il primo soggetto come tramite per trasmettere l'informazione ai *remote tippees*¹⁴⁶.

L'articolo infine fa salvo al comma (d) ogni altro rimedio esplicitamente o implicitamente previsto nel *Securities Exchange Act*, “[n]othing 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 che 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 giurisprudenziali¹⁴⁷. 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 ad ottenere il risarcimento da tale soggetto nell'ambito di un'*implied action* proprio nel caso *Elkind*¹⁴⁸.

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

146 *ITSFEA House Report*, H.R. Rep. No. 100-910, (1988), reprinted in 1988 U.S.C.C.A.N. 6043, 6063, p. 19-27

147 WANG-STEINBERG, *Insider trading, cit.*, p. 514

148 *Elkind v. Liggett & Myers Inc*, 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)

pubblici: “[t]his 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.”

2.4.4 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 ad 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, fugando 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.”¹⁴⁹ e lo strumento principe per perseguirlo è rappresentato 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.

149 *ITSFEA House Report*, H.R. Rep. No. 100-910, (1988), reprinted in 1988 U.S.C.C.A.N. 6043, 6063, p. 7

CAPITOLO 2

L'INSIDER TRADING NEL DIRITTO ITALIANO

1 Il divieto di *insider trading* in Italia.

1.1 Introduzione del divieto: la legge 157/1991.

Il fenomeno dell'*insider trading*, per quanto già oggetto di analisi da parte della più attenta dottrina nazionale¹⁵⁰, 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 Legislatore¹⁵¹, 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 ad una tale radicale repressione, rimettendo ad i singoli stati, con l'articolo 13 della direttiva, la scelta delle sanzioni più adatte, non necessariamente

150 CORAPI, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in Riv. D. Comm. 1968 pag. 288; CORAPI, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*, 1982 pag. 693

151 CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading, vol. 2 (profili di comparazione)*, Milano 1993

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 ad essa il compimento di operazioni su titoli, il cosiddetto *tayautage*. 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 *tipping* 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 che 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 ed 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 comma¹⁵².

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 ed 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 opposta a quello suggerito dall'informazione¹⁵³.

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”.

152 ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, Il parte*, in Dir. comm. int., 1997, pag. 59, pag. 62 nota 97

153 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, Pag 38 nt.35

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*¹⁵⁴. Nonostante lo sforzo definitorio, la disciplina aveva da subito attirato le critiche della dottrina penalistica¹⁵⁵ 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

154 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p.449

155 ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, cit., pag. 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, pag. 825

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 ed 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, che 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 rito¹⁵⁶.

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 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

156 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pagg.186, 187

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 in fine sconfessate dalla dottrina e dalla giurisprudenza della Corte Suprema.

1.2 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'argomento¹⁵⁷ e testimoniata dalla scarsa applicazione giurisprudenziale del reato di *insider trading*¹⁵⁸, indusse il Legislatore ad una riformulazione della disciplina operata in occasione del riordino delle disposizioni in materia finanziaria operata dal "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" d.lgs. 58/98 completamente abrogativa della normativa precedente. Il reato di *insider trading* venne disciplinato, congiuntamente all'agiotaggio su strumenti finanziari, dagli artt. 180-187 nei quali erano contenute la nuova formulazione della fattispecie, le sanzioni accessorie e le norme procedimentali compresi i poteri della CONSOB.

Norma cardine del nuovo sistema era l'art.180 che al primo comma disponeva: “E’ 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

157 ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, cit., pag. 59, pag. 59

158 GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano 2010. pag. 1 nt. 2

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 racchiudere sia gli insider istituzionali che quelli temporanei e preferita quindi ad una tassativa elencazione in virtù della maggiore duttilità ed 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 ad 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. Mentre l'irrilevanza 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*¹⁵⁹ ma, come visto, sempre in relazione alla violazione di doveri fiduciari.

159 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

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 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* ad 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 dolo¹⁶⁰. 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 controverso¹⁶¹.

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 generica¹⁶² 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 si sostituì quella di informazione riservata adoperata dalla l. 157/'91¹⁶³, 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 ed il riferimento agli

160 NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in Cass. pen., 2001, pag. 2241; *contra*: RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in Dir. pra. soc., 2005, 11

161 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario, cit.*, pag. 41

162 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario, cit.*, pag. 22

163 CARBONE, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto, Aggiornamento* vol. II, pag. 417, Milano 1998, pag. 418 nt. 3

strumenti finanziari in luogo dei valori mobiliari di cui trattava la vecchia disciplina, avvicendamento che caratterizzava l'intera nuova disciplina del diritto finanziario¹⁶⁴. 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 si fatta conoscenza in una cerchia di destinatari tutt'altro che determinata”¹⁶⁵, 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 pubblico¹⁶⁶.

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 la “rilevante offensività (gravità nella norma abrogata) del fatto” alle “qualità personali del colpevole” ed all'entità del profitto”, attirando però le consuete critiche di indeterminatezza della dottrina penalistica¹⁶⁷.

164 FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p.7

165 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 11

166 SGUBBI, *Le sanzioni*, in Aa. Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, pag. 293, pag. 303

167 SEMINARA *La tutela penale dei mercati finanziari*, in PEDRAZZI-ALESSANDRI-FONFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna 2000, pag.514, pag. 633

In prospettiva di un più efficace ruolo deterrente era invece da apprezzarsi¹⁶⁸ 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 norma 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 aggio 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.

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 ispezioni¹⁶⁹. Di tali poteri la Commissione disponeva solo nei riguardi dei soggetti vigilati, in aggiunta a questi allora il comma 3 dell'art. 185 attribuiva ad 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

168 NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. cit.*, pag. 2248

169 FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p. 136

pubbliche amministrazioni ed accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria senza inoltrare apposita richiesta al Ministero delle Finanze.

In fine 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 ed autorità investigativa. Permaneva invece la deroga all'art. 92 c.p.p. in merito al consenso della persona offesa¹⁷⁰.

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 definitiva della fattispecie di *insider trading*, pur ispirata ad 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 penalistica¹⁷¹. 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 indeterminatezza. 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/CE¹⁷². 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.

170 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 187

171 CARMONA, *Al capolinea l'insider trading?* cit., pag. 825

172 Corte Costituzionale, sentenza 1 dicembre 2004 n. 382

1.3 La direttiva sui market abuse 2003/6/CE.

Nel 2003 si è proceduto, nell'ambito dell'Unione Europea, ad una profonda riforma della disciplina in materia di abusi di mercato, sia per adeguare il dettato legislativo agli sviluppi verificatisi nei mercati finanziari che 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 finanziari¹⁷³, 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.

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

173 ANNUNZIATA, *La disciplina del Mercato Mobiliare*, Torino 2008, pag. 389

al contrario ispirare la direttiva del '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 elaborazioni¹⁷⁴. 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.

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

174 GALLI, *La disciplina, cit.*, pag. 43

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 ad 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 indeterminatezza”¹⁷⁵. La specificità di cui alla lettera (b) allude al carattere sufficientemente circostanziato della notizia privando di rilevanza le voci ed 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 successivo¹⁷⁶.

Il comma 4 chiarifica infatti il significato del più criticato¹⁷⁷ requisito dell'informazione privilegiata disponendo che: “[p]er 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 Uniti¹⁷⁸. 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 sottolineano¹⁷⁹, e già sottolineavano in riferimento

175 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 10

176 GALLI, *La disciplina*, cit., pag.142

177 CARMONA, *Al capolinea l'insider trading?* cit., pag. 825

178 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p.449

179 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, pag. 331

al diritto nordamericano precedentemente all'introduzione della prima normativa italiana in materia¹⁸⁰, 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 specializzati¹⁸¹.

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 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 normativa¹⁸², lo scopo dell'introduzione di tale norma non può quindi che essere quello di fugare ogni possibili dubbio circa l'applicabilità della disciplina repressiva dei *market abuse* a siffatte dinamiche¹⁸³.

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

180 SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, pagg. 205 e 208

181 SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. Comm.*, 2005 pag. 340, pag. 349

182 SEMINARA *La tutela penale del mercati finanziario, cit.*, pag. 589

183 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario, cit.*, pag.18; GALLI, *La disciplina, cit.*, pag. 158

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, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari. Tali operazioni sono definite nel regolamento(CE) 2273/2003, come noto direttamente applicabile negli Stati membri, che definisce tali operazioni e le 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 dottrinario¹⁸⁴.

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, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione 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

184 GRANDE STEVENS, *Questioni in tema di insider trading e di compravendita di azioni proprie*, in Riv. soc., 1991, pag. 1006

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 partecipante al capitale spicca il riferimento all'emittente e non più ad una emittente, o ad una società, indeterminata come nelle previgenti 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 Cassazione¹⁸⁵, 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 questo¹⁸⁶.

Il reato si realizza al compimento delle classiche condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage*. In particolare la negoziazione di strumenti finanziari deve avvenire “utilizzando” l'informazione privilegiata, il verbo utilizzare appare sinonimo di avvalersi declinato nel norma del TUF *ante* riforma, ed esclude quindi la punibilità di chi sia semplicemente in possesso dell'informazione come invece

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

186 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 46

induceva a ritenere il testo della l. 157/91. La comunicazione della notizia continua ad 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 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*¹⁸⁷.

La l. 62/2005 ha triplicato le sanzioni previste dalla prima stesura del TUF, elevando la pena detentiva ad un minimo di un anno fino ad un massimo di sei anni e la multa ad euro ventimila nel minimo e tre milioni nel massimo. Il trattamento sanzionatorio è stato poi ulteriormente inasprito dal raddoppio delle pene così determinate ad 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 U.S.A., 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

187 Cor. Giu. Eur. sn. 22-11.2005

considerata la perdita evitata ne come criterio di determinazione della multa ne 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 reato¹⁸⁸, 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 ad 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 *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 tali soggetti 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, ed in Italia, si discosta da quella configurata nella disciplina statunitense dove la responsabilità del *tippee* si

188 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag.2

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 ed i suoi soci o verso la fonte della notizia e solo se il *tipper insider* tragga un personale vantaggio dalla comunicazione¹⁸⁹. 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 frodolenza dell'ottenimento di tale vantaggio¹⁹⁰. L'osservazione è ulteriormente confermata dalla circostanza per cui il *tipping*, tanto ad opera dell'*insider* primario quanto di quello secondario, è punito a prescindere dalla 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, che 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 ed ha ad oggetto oltre al profitto dell'illecito e ad 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 la accennata funzione afflittiva dell'istituto come sottolineato dalla giurisprudenza¹⁹¹. Scompare invece

189 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

190 RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir. pra. soc.*, 2005, 11

191 Cass. pen., sez. un., n.10280; Cass. pen., sez. un., n.26654/2008.

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 membri¹⁹², 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

192 RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, pag. 813

vigilati che comprometteva, nella vigenza delle precedenti discipline, l'efficacia dell'attività di vigilanza, di indagine, di accertamento e sanzionatoria¹⁹³.

In fine vengono regolati i rapporti tra CONSOB ed autorità giudiziaria ribadendo l'obbligo del Pubblico Ministero che riceva 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* ed 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*¹⁹⁴. La configurabilità di tale categoria di rimedi nel nostro ordinamento è tuttavia respinta dalla giurisprudenza italiana¹⁹⁵, la questione sarà affrontata nell'analisi dei profili civilistici.

193 FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, p. 139

194 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pagg. 186 ss.

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

1.5 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 susseguirsi delle diverse riforme¹⁹⁶. 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 sessanta anni¹⁹⁷, infatti la nostra dottrina aveva da tempo evidenziato le carenze della legislazione nazionale nella regolazione di tali fenomeni¹⁹⁸.

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

196 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 27

197 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 24

198 CORAPI, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in Riv. D. Comm. 1968 pag. 288

la parità di informazioni¹⁹⁹, oltre che dalla volontà di offrire una risposta forte alle accuse di inadeguatezza del sistema italiano nella regolamentazione delle dinamiche finanziari.

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 ed i principi generali del diritto penale, tanto che tali considerazioni portarono a parlare di norma manifesto²⁰⁰. 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 ed 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 ed impedimento di un'efficace repressione del fenomeno.

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

199 SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, pag. 352

200 NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. cit.*, pag. 2244

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 giuridica²⁰¹.

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* ad 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 erroneamente²⁰², 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 dalla 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 informativa indipendentemente dalle sue cause, in quello d'oltreoceano solo il dislivello che sia originato da comportamenti fraudolenti²⁰³.

201 SGUBBI-FONAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 18

202 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 127

203 RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir. pra. soc.*, 2005, 11

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.

2 Profili civilistici.

2.1 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 dottrina²⁰⁴ 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 investitori²⁰⁵.

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.

2.2 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. Alla Commissione è stato inoltre assegnato, sin dalla prima

204 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, pag. 596

205 CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986, p.265 ss.

disciplina del 1991, un ruolo attivo nel processo penale per abuso di informazioni privilegiate, ruolo inizialmente limitato alle facoltà attribuiti 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 6²⁰⁶. L'opinione dominante respingeva però tale tesi ritenendola in contrasto con la lettera dell'art. 74 c.p.p.²⁰⁷ 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 ad 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 ed in mancanza di una espressa disposizione di legge²⁰⁸.

206 CARBONE, *Il ruolo della CONSOB ed i nuovi doveri di informazione*, in Riv. Dir. Comm., 1992, parte I, pag. 649, pag. 688

207 SEMINARA *La tutela*, cit., pag. 470

208 MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in Giur. Comm., 1995, parte I, pag. 596, pag. 620

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 disponeva²⁰⁹. 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* 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."²¹⁰.

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 ed i parametri da considerare in tale stima, così resolvendo 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 essei infatti riecheggiano il contenuto dell'art. 133 c.p. che indica i criteri di determinazione della sanzione penale ed 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

209 STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano 2008, pp. 78 e 79.

210 Trib. Milano, ord. 25 Gennaio 2005, G.U.P. Sacconi

prodotto o del profitto conseguito dal reato”. L'utilizzo di tali indicatori sembra infatti tradire la natura sanzionatoria del rimedio introdotto²¹¹, 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 della l. 62/'05²¹².

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 Commissione a titolo di danni all'integrità del mercato. La prima sentenza²¹³ che applica l'art. 187Undecies, dopo aver affermato che “[l]a 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 “[i]n 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 “[i]l termine "danno all'integrità del mercato" riportato nella formulazione dell'art. 187

211 CAMERA, *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in Foro amb., 2006, pag. 441.

212 RODORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in Le Società, 2005, pag. 818

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

undecies 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.”²¹⁴.

La pronuncia offre quindi un'interpretazione che garantisca la riferibilità del pregiudizio ad 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”²¹⁵. Si evitano in questo modo i problemi derivanti dalla mancanza di una norma che indichi la destinazione ultima delle somme liquidate in favore della Commissione²¹⁶, altro argomento utilizzato dalla dottrina come indicatore della celata funzione punitiva della norma²¹⁷. Allo stesso tempo si esclude che la riparazione di un pregiudizio “effettivamente e specificatamente arrecat[o] 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”.²¹⁸

I Giudici procedono poi ad una tripartizione del danno subito dalla Commissione e oltre quello non patrimoniale di frustrazione dei fini istituzionali, riconoscono la

214 op. cit., pag. 365, i passi citati sono stati inseriti nella *Relazione per l'anno 2006 CONSOB*, p.85

215 op.cit., p. 367

216 GALLI, *La disciplina, cit.*, pag. 384

217 ATELLI-ATERNIO, *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, pag. 1, pag.3

218 Trib. Milano, sez. III pen., 24 giugno 2006 n. 3406 p. 364

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 ed istruttorie e l'ulteriore danno non patrimoniale per il pregiudizio arrecato all'immagine dell'ente.

In una successiva sentenza di primo grado dello stesso Tribunale²¹⁹, perseguendo sul riconoscimento dell'efficacia retroattiva dell'art.187undecies e continuando ad escludere un ruolo surrogatorio della Commissione rispetto ad altri soggetti eventualmente danneggiati, vengono condannati gli imputati per *insider trading*, oltre 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" ed assimilato nell'occasione al danno all'immagine per giustificarne la determinazione equitativa²²⁰.

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 euro²²¹. 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

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

220 op. cit.

221 Trib. Milano, sent. n. 11400/2006

ovviamente rinvigorito la tesi della dottrina che interpreta l'istituto come *punitive damages*²²². Inoltre la liquidazione dei danni non patrimoniali, quello all'integrità del mercato e quello all'immagine della CONSOB nell'occasione considerati separatamente e tra loro distinti, è avvenuta sulla base del profitto realizzato con l'abuso. La circostanza ha allarmato certa dottrina preoccupata dalla tendenza, che questa pronuncia potrebbe inaugurare, ad “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 danneggiati²²³.

Il severo orientamento che andava delineandosi nel foro lombardo pare arrestarsi in una pronuncia dello stesso tribunale di poco successiva alle precedenti²²⁴, 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.”²²⁵. 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

222 BELLINI, *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della CONSOB*, in *Danno e resp.*, 2007, pag. 794, pag. 798

223 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 386

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

225 *op.cit.*

reato, cioè, funziona solo da occasione di doveroso esercizio di un potere\dovere che rinviene altrove la sua ragion d'essere"²²⁶. Risulterebbe infatti paradossale sostenere che l'esistenza di un ente preposto al controllo debba finanziarsi con metodo risarcitorio²²⁷. Si preferisce quindi un'individuazione del danno più aderente al dato letterale dell'articolo 187undecies comma 2, ossia il danno all'integrità del 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"²²⁸. 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"²²⁹. 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 ad ottenere il risarcimento, ma ciò non preoccupa in quanto: "l'interesse leso - integrità del

226 *op.cit.*

227 GALLI, *La disciplina, cit.*, pag.388

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

229 *op.cit.*

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.”²³⁰.

La ricostruzione così operata non ha però avuto seguito nella giurisprudenza di merito, anche perché porterebbe ad escludere che prima della 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”²³¹.

È infine intervenuta sull'argomento la Corte di Cassazione che con la sentenza n. 8588/2010²³² chiamata a pronunciarsi circa la legittimità dell'applicazione retroattiva del disposto di cui all'art. 187 comma 2 del TUF ad 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, escludono 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 dai 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

230 *op.cit.*

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

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

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”²³³. 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, tuttalpiù la realizzazione dell'illecito potrebbe condurre a “riguardare a CONSOB come potenzialmente responsabile di un insufficiente controllo a cui era stata preposta”²³⁴.

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 degli singoli danneggiati: “Né sembra

233 op.cit.

234 op.cit

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 della “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 sentenza²³⁵ 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, 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.

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

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 disposizione²³⁶.

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* e 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 ed 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 esclusa tale possibilità dalle diverse

236 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, pag. 1001, pag. 1003

pronunce che hanno esaminato la natura ed 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.

2.3 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 societario²³⁷, 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 mandato²³⁸. 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

237 d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6

238 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge 157/1991*, in Banca, borsa, tit. cred., 1992, pag. 749

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 mandato²³⁹.

Accantonato quindi il ricorso al rimedio previsto per il mandato, che tanto echeggiava la disciplina dettata nell'ordinamento statunitense in tema di cosiddetti *short-swing profits*²⁴⁰, 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* 2393 c.c. e nella revoca per giusta causa dell'incarico, salvo in ogni caso il risarcimento del danno²⁴¹.

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”²⁴². 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

239 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit, pag. 753

240 *Securities Exchange Act*, Section 16(b)

241 MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., pag.615

242 GALLI, *La disciplina*, cit., pag.369

dell'incarico”, prova che potrà senz'altro essere raggiunta in via presuntiva ed in riferimento alle circostanze di fatto riscontrabili nel caso concreto²⁴³.

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 la specifica disciplina.²⁴⁴

In ogni caso la responsabilità discende dalla violazione di obblighi fiduciari che legano a vario titolo, ma sempre di natura contrattuale²⁴⁵ od organica²⁴⁶, 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 autori²⁴⁷ 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* od in un suo multiplo. Ancora una volta la dottrina pare scontare l'esempio del modello statunitense ove, come detto, il profitto dell'*insider*

243 DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading: alla ricerca di nuovi strumenti di tutela*, in Riv. dir. Impr., 2004, pag. 499, pag.519

244 DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit, pag. 520

245 NUZZO, *Insider trading e tutele civilistiche*, in RABITTI-BEDOGNI(a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario- L'insider trading*, Milano, 1992, pag 389, pag. 393

246 FABRIZIO, *Insider trading, ipotesi di danno riconducibili all'attività dell'Insider*, in Eco. dir. terz., 1996, pag. 827

247 MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., pag. 616; DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit, pag.522

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 qual'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'Hagan²⁴⁸.

Alle stesse conclusioni non può pervenirsi nell'assetto dato al fenomeno dalla disciplina italiana ed europea. Abbiamo più volte ripetuto come l'intero impianto repressivo sia finalizzato all'integrità del mercato in termini di efficienza ed 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 mercato²⁴⁹. D'altronde gli emittenti sono i principali destinatari dei pressanti obblighi di *disclosure* imposti dall'art.

248 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.*, 1998, II, pag. 712, pag. 726

249 FABRIZIO, *Insider trading, ipotesi di danno cit*, pag.836; CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading, vol. I*, Milano 1993

114 del TUF, le società possono si 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 proprio danno dell'informazione da parte dell'insider²⁵⁰.

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

2.4 Gli investitori danneggiati.

2.4.1 Rimedi contrattuali.

Si è sostenuto in dottrina²⁵¹ 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

250 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e impr.- Eur.*, 2007, pag. 181, pag. 198

251 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit,

a norme imperative *ex art. 1418 c.c.* . La soluzione non pare tuttavia praticabile in quanto il divieto di *insider trading* non soddisfa i 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 ad oggetto della proibizione appunto il contratto²⁵². 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 ad interessi individuali quali quelli dei singoli operatori²⁵³. 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. In fine 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 stipulazione²⁵⁴.

Maggiori aperture si registrano invece per l'ipotesi di annullamento per dolo. Si è infatti sostenuto²⁵⁵ che la contrattazione dell'*insider* basata su informazioni privilegiate integri una fattispecie di dolo omissivo, che secondo la miglior dottrina civilistica²⁵⁶ 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

252 SANTORO, *Insider trading, profili civilistici*, in Contr. e impr., 1992, pag. 663, pag. 666,

253 SANTORO, *Insider trading, profili civilistici, cit.*, pag. 670

254 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in Contr. e impr.- Eur., 2007, pag. 181,

255 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano, cit.*, pag. 755

256 VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, volume II, t.1, Padova, 2004, p.345 ss

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 ad 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 quel dolo che non risulti determinante del consenso ma che porti comunque ad un'alterazione delle condizioni contrattuali²⁵⁷.

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'obiettiva 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 ad un mandato senza rappresentanza²⁵⁸.

Le principali critiche mosse a tale impostazione consistono in primo luogo nell'obiezione che la controparte dell'*insider* avrebbe comunque compiuto la stessa operazione ed alle stesse condizioni, anche in assenza delle negoziazioni dell'*insider*, trovando in ogni caso una controparte disponibile sul mercato aperto²⁵⁹. Alle stesse si risponde considerando che il nesso eziologico non può

257 DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading*, cit, pag. 523

258 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit, pag. 759

259 SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, pag. 352; BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989, pag. 175

essere interrotto dall'ipotesi del realizzarsi di un analogo evento in forza di una serie causale distinta²⁶⁰.

In secondo luogo, ed 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*²⁶¹. Si ipotizza²⁶² 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 ad evitare dolosi inganni a danno di terzi consistenti nell'appropriamento di una 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* ad indurre gli investitori alla negoziazione²⁶³.

Tutti gli autori che si sono occupati della possibilità di configurazione del dolo, sia ammettendolo che criticandolo, rilevano in ogni caso la difficoltà di 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*²⁶⁴.

260 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit, pag. 757

261 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e impr.- Eur.*, 2007, pag. 181, pag. 199

262 SANTORO, *Insider trading, profili civilistici*, cit., pag. 676

263 *op.cit.*, pag.677

264 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit, pag. 763

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 aquiliana²⁶⁵, 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 dolosa²⁶⁶.

2.4.2 Responsabilità aquiliana.

La maggior parte dei commentatori tende ad 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 ed 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 patrimoniali²⁶⁷.

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

265 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 405

266 SANTORO, *Insider trading, profili civilistici*, cit., pag. 678

267 ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano*, cit, pag.761

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 consolidata²⁶⁸, 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 Unite²⁶⁹ 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 dalla 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 la 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, si 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*²⁷⁰. 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

268 GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e impresa*, 1985, p.1

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

270 DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading*, *cit.*, pag. 528

informativa immeritata, ossia a che nessuno operi sul mercato quale *insider*²⁷¹. 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 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 emanazione²⁷². 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 ad 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*²⁷³. 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 ed infine la Cassazione nell'interpretarla ha, come abbiamo visto, escluso un ruolo surrogatorio della

271 CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, pag. 211

272 SANTORO, *Insider trading, profili civilistici, cit.*, pag. 679

273 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e impr.- Eur.*, 2007, pag. 181, pag. 236

Commissione nei diritti di quanti singolarmente abbiano subito un pregiudizio a motivo dell'abuso²⁷⁴.

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 esposto²⁷⁵. 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 ad oggetto i titoli il cui valore è influenzato dalla notizia non rivelata, in quanto il variare del prezzo conseguente alle 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 *contemporaneous 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 giuridici²⁷⁶.

Alle problematiche di individuazione del nesso di causalità si accompagnano quelle di quantificazione del danno risarcibile, la questione si pone negli stessi

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

275 BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989 pag. 179

276 CARBONE, *Tutela civile del mercato e Insider Trading*, vol. 1, Milano 1993, pag. 268; MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., pag. 619

termini in cui si proponeva in merito alla responsabilità contrattuale. La soluzione naturale, ed 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.²⁷⁷.

Proprio in ragione del problematico e comunque non risolto tema del nesso di causalità, nonché in considerazione dell'asserita impossibilità di pervenire ad una rigorosa liquidazione del danno, si auspica l'introduzione nel nostro sistema di una norma corrispondente alla *section 20A* del *Securities Exchange Act*²⁷⁸. 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 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

277 MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, cit., pag. 620

278 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 408

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 una attività che finirebbe col diventare creativa, stante l'inadeguatezza dei rimedi generali offerti dal diritto positivo attivabili solo in peculiari situazioni del tutto residuali²⁷⁹.

2.4.3 Il caso SCI.

Proprio in riferimento ad un caso molto particolare di *insider trading* è stata emessa in Italia una condanna in sede civile²⁸⁰, la prima del nostro Paese ed 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 ed in crisi di liquidità, nella quale, in seguito ad 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, ed il bilancio del 1996 da poco approvato 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

279 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 360

280 Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, pag. 1581 con nota (senza titolo) di CARRIERO

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 ad 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 ed in fine la liquidazione ed il fallimento della società.

Sebbene in sede penale si giunse ad 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 dall'informazione rilevante e soprattutto considerava conclamato e quindi noto al pubblico lo stato di dissesto della società, in sede civile si pervenne ad 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”²⁸¹, opta per il riconoscimento della tutela risarcitoria.

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 pubblicistiche, 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.”²⁸².

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 direzione 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 ed 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 *condocio sine qua non* dell'evento lesivo, cioè che gli acquisti degli investitori non sarebbero avvenuti in assenza delle vendite operate dalle banche²⁸³.

In realtà il tribunale si preoccupa di dimostrare non cosa avesse indotto gli operatori ad acquistare, posto che gli stessi avrebbero con ogni probabilità

281 Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, *cit.* pag. 1601

282 Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, *cit.* pag. 1602

283 CARRIERO, in nota (senza titolo) a Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, pag. 1581

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 inique²⁸⁴. 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”²⁸⁵.

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 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 ad 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

284 GIAVAZZI, *Insider trading: la prima condanna civile*, in *Le Società*, 2005, pag. 116, pag. 123

285 Trib. Milano 14 febbraio 2004 in *Foro it.*, 2004, *cit.* pag. 1603

dell'integrale del danno emergente, ossia la perdita netta consistente nella differenza tra quanto investito e quanto perso²⁸⁶.

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 ed 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*²⁸⁷.

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 ed infine sanciti dal legislatore con l'*Insider Trading Sanction Act* del 1984 e, soprattutto, con l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988²⁸⁸.

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

286 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e impr.- Eur.*, 2007, pag. 181, pag. 236

287 GIUDICI, *la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, pag. 294

288 GIAVAZZI, *Insider trading: la prima condanna civile*, cit., pag.124

2.4.4 Arricchimento senza causa.

Una soluzione del tutto originale è offerta da un recente studio sui profili civilistici dell'*insider trading*²⁸⁹, ove, dopo una rassegna di tutti i rimedi variamente proposti, si propone di ricondurre il fenomeno nell'istituto dell'arricchimento senza causa, disciplinato dagli articoli 2041 e 2042 c.c. . L'esperimentabilità 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 economica²⁹⁰ è atto a ricomprendere tanto il profitto realizzato dall'*insider* quanto la perdita evitata dallo stesso, come ad esempio quelle scongiurate dalle banche alienanti nel caso SCI.

L'impovertimento o il danno subito dalla parte attrice è, secondo le più recenti interpretazioni²⁹¹, 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 appartenenti 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”²⁹². 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,

289 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in Contr. e impr.- Eur., 2007, pag. 181, pag. 252

290 BIANCA, *Diritto civile*, vol. 5, *La responsabilità*, Milano, 2006, pag. 812

291 GALLO, *Arricchimento senza causa*, Milano, 2003, pag.56

292 ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in Contr. e impr.- Eur., 2007, pag. 181, pag. 260

arricchimento ed 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*.

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, che con 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*²⁹³. 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,

293 GALLI, *La disciplina*, cit., pag. 360

oggi sempre applicabili indipendentemente dall'erogazione della sanzione penale che eventualmente ad 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 “nemico insidioso per il risparmiatore”²⁹⁴.

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 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 il rapporto tra rimedio risarcitorio e quello restitutorio stabilendo nella *section 20A* che dall'importo massimo risarcibile fosse decurtato quanto già pagato a titolo di *disgorgement*.

2.5 Insufficienza dei rimedi civilistici.

In conclusione deve rivelarsi l'inadeguatezza del nostro ordinamento nel rispondere alle diverse istanze di tutela da *insider trading*, 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 al mercato nella sua generalità, per il quale è

294 SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005 pag. 340
pagg.357-361

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 ed 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 *contemporaneus investors*, effettuato dalla *section 20A* anche in funzione di *enforcement* dei mercati finanziari.

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*²⁹⁵, nonché dall'attenzione della dottrina che sottolineava da tempo la necessità di un intervento legislativo per affrontare le insidie degli abusi informativi²⁹⁶. Diversamente in Italia si è intervenuti in materia soltanto nel 1991, con un ritardo quindi di quasi sessanta 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 ed 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, che 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 ed adattata in via giurisprudenziale per

295 *Strong v. Repide*, 213 U.S.419(1909)

296 BERLE, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in *Mich.Law.Rev* 1927, vol 25. pp. 827 ss.

stabilire il divieto di *insider trading* ed 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*²⁹⁷.

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 ad 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, ha 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]

297 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p.449

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 ordinamenti 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 disconosciute 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*²⁹⁸ 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 ad egli comunicata dall'*insider* in violazione dei propri obblighi fiduciari verso la società d'appartenenza ed i suoi soci, secondo la teoria tradizionale, o verso la

298 RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir. pra. soc.*, 2005, 11

fonte della notizia, nella *misappropriation* theory, esclusivamente, peraltro, quando *l'insider* tragga un personale beneficio dall'aver trasmesso l'informazione all'*outsider*²⁹⁹. Diversamente, nell'attuale disciplina europea (art. 4 direttiva 2003/6/CE) ed 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 ad 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 ad opera del *tippee*, si punisce così la semplice divulgazione selettiva dell'informazione. È pertanto la tutela della parità d'accesso alle informazioni ad 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 titoli³⁰⁰.

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. Ed infatti il trattamento sanzionatorio penale ed 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

299 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646 (1983)

300 RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir. pra. soc.*, 2005, 11

del profitto realizzato dall'autore dell'abuso, previsioni che avvicinano la normativa nazionale alla severità delle pene disposte nel sistema nordamericano ed 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 penalistiche³⁰¹.

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 ad 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 *contemporaneous 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.

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

301 SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., pag. 84

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, pag. 749.
- ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in Contr. e impr.- Eur., 2007, pag. 181.
- ANNUNZIATA, *La disciplina del Mercato Mobiliare*, Torino 2008.
- ATELLI-ATERNIO, *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, pag. 1.
- BALLARINI, *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, Contratto e Impresa 1990, pag. 1160.
- BARNARD, *When Is a Corporate Executive "Substantially Unfit to Serve"?*, in 70 N.C.L. Rev., 1992, p. 1489.
- BARTELENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1989.
- BARTELENA, *Commento agli artt. 180-187*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di MARCHETTI-BIANCHI, Milano 1999.
- BARTELENA, *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, pag. 794.
- BERLE, *Publicity of Accounts and Director Purchases of Stock*, in *Mich.Law.Rev* 1927, vol 25. pp. 827 ss.
- 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.
- CAMERA, *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in Foro amb., 2006, pag. 441.
- CARBONE, *Insider Trading (profili civilistici)*, in *Enciclopedia del Diritto, Aggiornamento* vol. II, pag. 417, Milano 1998.
- CARBONE, *Il ruolo della CONSOB ed i nuovi doveri di informazione*, in Riv. Dir. Comm., 1992, parte I, pag. 649.

- 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, pag. 724.
- 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, pag. 825.
- 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., 2004, parte I, pag. 1581.
- CASELLA, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in Giur. Comm. 1989, III, pag.796.
- CORAPI, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in L'informazione societaria, 1982 pag. 693.
- CORAPI, *L'Insider Trading nelle società per azioni americane*, in Riv. D. Comm.1968 pag. 288.
- CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto 1986.
- DUCCI, *Azioni risarcitorie per insider trading: alla ricerca di nuovi strumenti di tutela*, in Riv. dir. Impr., 2004, pag. 499.
- EASTERBROOK FISHEL, *Operazioni su titoli in base ad informazioni interne*, Trad. Ita. a cura di CARBONE, in Foro It. 1991, V, pag 217.
- FABRIZIO, *Insider trading, ipotesi di danno riconducibili all'attività dell'Insider*, in Eco. dir. terz., 1996, pag. 827.
- FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano 2008.
- GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, volume II, t.1, Padova, 2004.
- GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in Contratto e impresa, 1985, p.1.
- 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. 1998, II, 712.

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, pag. 116.

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, pag. 1006.

LOKE, *The protected interests in the private right of action for insider trading: a comparative perspective*, *Journal of Corporate Law Studies*, 2007, p.307.

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.*, 1995, parte I, pag. 596.

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, pag. 1001, pag. 1003.

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).

NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, pag. 2241.

NUZZO, *Insider trading e tutele civilistiche*, in RABITTI-BEDOGNI(a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario- L'insider trading*, Milano, 1992, pag 389.

RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, pag. 813.

RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in *Dir.*

pra. Soc., 2005, 11.

SANTORO, *Insider Trading: profili civilistici*, in *Contratto e Impresa*, 1992 pag. 663.

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, pag.514.

SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005 pag. 340.

SGUBBI, *Le sanzioni*, in Aa. Vv., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, pag. 293.

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.

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, pag. 831.

ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica, II parte*, in *Dir. comm. int.*, 1997, pag. 59.

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. SEC, 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 SEC, 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)
SEC v. San Saba Nu-Tech, Inc., *SEC Litig. Rel. n.10,531,31 SEC 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)

SEC v. Tomè, 638 F. Supp. 596 (1986)
SEC v. Tomè, 833 F. 2d, 1087 (1987)
Carpenter v. United States, 108 U.S. 316 (1987)
SEC v. First City. Fin. Corp., Ltd., 890 F.2d 1215 (D.C. Circ. 1989)
SEC v. Shah, [1994-1995 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,374
(S.D.N.Y.)
SEC 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)
SEC v. Sargent, 329 F.3d 34, 40-41 (1st Cir. 2003)

Giurisprudenza Italiana

Cass. SS. UU., sentenza 22 luglio 1999 n.500
Trib. Milano 14 febbraio 2004 in Foro it., 2004, parte I, pag. 1581
Corte Costituzionale, sentenza 1 dicembre 2004 n. 382
Trib. Milano, ord. 25 Gennaio 2005, G.U.P. Sacconi
Cor. Giu. Eur. sn. 22-11.2005
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