

DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE

Collana fondata da

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - G.F. CAMPOBASSO - A. CERRAI - A. MAZZONI

proseguita da

ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO

PER LO STUDIO DEL DIRITTO COMMERCIALE E BANCARIO

sotto la direzione di

P. ABBADESSA - C. ANGELICI - A. MAZZONI

INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
E *DISCLOSURE*

ENRICO MACRÌ

INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
E *DISCLOSURE*

Seconda edizione



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2010 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-348-1543-4

Il presente lavoro è stato realizzato nell'ambito della ricerca del PRIN 2007, Enforcement ed effettività delle tutele nel diritto commerciale, coordinato dal prof. Vincenzo Di Cataldo.

Stampa: Stampatre s.r.l. – Torino

Fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, comma 4 della legge 22 aprile 1941, n. 633 ovvero dall'accordo stipulato tra SIAE, AIE, SNS e CNA, CONFARTIGIANATO, CASA, CLAAI, CONFCOMMERCIO, CONFESERCENTI il 18 dicembre 2000.

Le riproduzioni ad uso differente da quello personale potranno avvenire, per un numero di pagine non superiore al 15% del presente volume, solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, via delle Erbe, n. 2, 20121 Milano, telefax

It's easy to deceive
It's easy to tease
But hard to get release
(B.I.)

Desidero ringraziare la Columbia Law School che mi ha ospitato nell'estate del 2009 e nella cui Jerome Green Hall ho realizzato una parte rilevante di questo lavoro.

INDICE-SOMMARIO

pag.

CAPITOLO PRIMO

LE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE TRA TUTELA DEL MERCATO E *CORPORATE GOVERNANCE*

1. Premessa	1
2. Le impostazioni di matrice anglosassone contrarie alla introduzione di discipline inderogabili in materia di informazioni privilegiate e loro critica	7
3. (<i>Segue</i>). L'evoluzione dell'impostazione statunitense contraria allo sfruttamento delle informazioni <i>price sensitive</i>	19
4. Elementi comuni delle discipline in materia di pubblicità delle informazioni privilegiate e divieto di <i>insider trading</i>	24
5. (<i>Segue</i>). La <i>ratio</i> della disciplina positiva delle informazioni privilegiate	27
6. Autodisciplina <i>vs.</i> disciplina positiva delle informazioni privilegiate. Dimensione transnazionale del problema	30
7. La disciplina delle informazioni privilegiate ed i suoi corollari. Le ricadute degli obblighi di divulgazione sulla <i>corporate governance</i>	34
8. (<i>Segue</i>). L'incidenza degli obblighi informativi sulla struttura societaria	39
9. Prospettive societarie della trasparenza informativa: il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate e gli obblighi di informazione circa gli scambi	49

CAPITOLO SECONDO

L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA E LA DISCIPLINA DELLA *DISCLOSURE*

1. La nozione di informazione privilegiata: il suo carattere non pubblico	55
2. La precisione delle informazioni privilegiate	62
3. (<i>Segue</i>). Il problema dell'ampiezza della nozione di informazione privilegiata. I <i>rumours</i>	68

	<i>pag.</i>
4. (<i>Segue</i>)	73
5. Il carattere <i>price sensitive</i> delle informazioni	74
6. La natura non necessariamente finanziaria delle informazioni	79
7. Il problema del momento a partire dal quale un'informazione deve essere resa pubblica e la questione della sua conoscenza all'interno della struttura organizzativa societaria	82
8. Possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni	85
9. La <i>selective disclosure</i> e la comunicazione di informazioni privilegiate a terzi	92

CAPITOLO TERZO

IL PROBLEMA DELLE CONSEGUENZE DI DIRITTO CIVILE NEI CASI DI MANCATA *DISCLOSURE* E DI *INSIDER TRADING*

1. Sanzione civile vs. sanzione penale. Osservazioni iniziali	99
2. La società emittente come soggetto danneggiato	109
3. Danni al mercato. Il danno da mancata <i>disclosure</i>	115
4. Il nesso di causalità e l'elemento soggettivo nella responsabilità da mancata <i>disclosure</i>	129
5. La quantificazione del danno subito dagli investitori per mancata <i>disclosure</i>	133
6. Danni da mancata diffusione delle informazioni privilegiate e <i>class action</i>	138
7. Danni agli investitori da abuso delle informazioni privilegiate ed efficacia della sanzione	141
8. (<i>Segue</i>). L'efficacia della sanzione civilistica e i danni al mercato (e alla società di gestione del mercato) da <i>insider trading</i>	144
9. Le negoziazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati e le soluzioni negoziali	150
10. (<i>Segue</i>). La responsabilità civile da <i>insider trading</i> per negoziazioni effettuate all'interno del mercato di borsa	155
11. (<i>Segue</i>). Esclusione della responsabilità contrattuale	161
12. (<i>Segue</i>). Il nesso di causalità tra <i>insider trading</i> e danno subito dall'investitore	171
13. I rapporti tra l'investitore ignaro e l'intermediario	173

INDICE-SOMMARIO

XI

pag.

INDICE DELLE OPERE CITATE	175
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA	221
AUTORITÀ DI VIGILANZA	223
MERCATI REGOLAMENTATI	224

CAPITOLO PRIMO

LE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
TRA TUTELA DEL MERCATO
E *CORPORATE GOVERNANCE*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le impostazioni di matrice anglosassone contrarie alla introduzione di discipline inderogabili in materia di informazioni privilegiate e loro critica. – 3. (*Segue*). L'evoluzione dell'impostazione statunitense contraria allo sfruttamento delle informazioni *price sensitive*. – 4. Elementi comuni delle discipline in materia di pubblicità delle informazioni privilegiate e divieto di *insider trading*. – 5. (*Segue*). La *ratio* della disciplina positiva delle informazioni privilegiate. – 6. Autodisciplina vs. disciplina positiva delle informazioni privilegiate. Dimensione transnazionale del problema. – 7. La disciplina delle informazioni privilegiate ed i suoi corollari. Le ricadute degli obblighi di divulgazione sulla *corporate governance*. – 8. (*Segue*). L'incidenza degli obblighi informativi sulla struttura societaria. – 9. Prospettive societarie della trasparenza informativa: il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate e gli obblighi di informazione circa gli scambi.

1. *Premessa*. – Il mercato finanziario ha una valenza allocativa che consente di fornire mezzi economici agli operatori ad un costo più basso rispetto a quello che potrebbero ottenere attraverso altre forme di finanziamento e che permette di destinare le risorse che vi affluiscono in un modo che tende (*rectius*, che dovrebbe tendere) all'ottimale¹.

Per potere svolgere la funzione allocativa, nel rispetto dell'esigenza di tutela degli investitori², il mercato mobiliare necessita di un adeguato livello di liquidità al fine di consentire agli investitori di poter effettuare e dismettere l'investimento in tempi sufficientemente rapidi, destinandolo a quegli scopi che appaiono più remunerativi. Questa funzione allocativa si coniuga con la idoneità potenziale del mercato a consentire una valutazione costante e sempre attuale

¹ *Ex pluribus* STIGLITZ, *The international financial crisis*, 2; COSTI, *Il governo*, 72.

² GIUDICI, *La responsabilità civile*, 157.

del valore dell'investimento, favorendosi così il flusso delle risorse dagli impieghi meno efficienti a quelli più efficienti.

L'efficacia allocativa del mercato dei capitali si fonda sul presupposto che esso sia dotato anche di efficacia informativa. Gli investitori possono realizzare le scelte di investimento più efficienti solo nel caso in cui i prezzi sono in grado di riflettere tutte le informazioni disponibili (*rectius*, più realisticamente, solo nel caso in cui i prezzi si caratterizzano per una elevata *accuracy*³). Pertanto, maggiore è il flusso di informazioni che divengono pubbliche e maggiore sarà l'efficienza dei meccanismi allocativi del mercato, visto – in questa ottica – come lo strumento attraverso il quale si ha lo scambio di informazioni e come il “luogo” ideale ove tutte le informazioni pubblicamente disponibili («*and much of what might be called “private information”*»⁴) vengono assorbite e riflesse dai prezzi⁵.

Non sembra, però, ipotizzabile che il libero mercato riesca, per il tramite del suo solo operare, a garantire una sufficiente diffusione delle informazioni ed a limitare (e tanto meno a prevenire) i comportamenti abusivi⁶, così come è arduo ormai credere che il mercato finanziario tenda necessariamente verso un equilibrio naturale⁷. L'autonomo determinarsi delle forze di mercato produce tendenzialmente – per quel che interessa ai fini di questa indagine – carenze informative e asimmetrie nella diffusione delle notizie⁸, che fanno intravedere elementi

³ Un'adeguata informazione non genera necessariamente una assoluta *fairness* dei prezzi, mentre genera sempre *accuracy* (CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, 324).

⁴ JENSEN-MECKLING, *Theory*, 354.

⁵ In relazione ai differenti significati che può assumere il poliedrico termine “mercato” nelle società occidentali, v. SCHLESINGER, *Mercati*, 325 ss. (sul concetto di mercato v. l'impostazione di FERRO-LUZZI, *Regole*, 214). BLANDINI, *Le società quotate*, 14, individua il valore puramente “ideale” del mercato inteso come “luogo” (sul punto v. anche BENEDETTELLI, *Profili*, 35; RORDORF, *Sanzioni*, 981). La trasparenza agevola i flussi informativi che consentono al mercato di incorporare nei prezzi dei titoli tutti i dati a disposizione (ANGELICI, *Note in tema*, 250 s.; TONELLO, *Sulla trasparenza*, 1 s.). In relazione alla efficienza del mercato come capacità di tradurre in termini di prezzo le informazioni disponibili (con specifico riferimento all'apprezzamento derivante dalla trasparenza delle strutture di voto e della proprietà azionaria) si veda FERRARINI, «*Un'azione*, 54. Per CARRIERO, *Informazione, mercato*, 2 una migliore e più ampia informazione consente agli investitori di effettuare valutazioni sul valore dei titoli più eque, ossia rispondenti al loro valore “reale”.

⁶ Si vedano sul tema della insufficienza del mercato ad eliminare le asimmetrie informative (ed a garantire adeguati livelli di controllo) MARCHETTI, *I controlli*, 143 e 147 s.; BOCCHINI, *In principio*, 35 s.; HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 275. Sul punto v. anche ANNUNZIATA, *Abusi*, 3 ss. Più in generale, sul convincimento diffuso che il mercato costituisca il sistema, se adeguatamente regolato e “corretto” – al fine di proteggere le regole del gioco –, meno inefficiente di allocazione e distribuzione delle risorse v. *ex pluribus* MONTALENTI, *I gruppi piramidali*, 318 s. e 337 s.

⁷ L'osservazione che si riprende nel testo è tratta da SOROS, *Cattiva finanza*, VII e X.

⁸ V. BOCCHINI, *Teoria*, 121. FISHMAN-HAGERTY, *Insider trading*, 119 affermano che l'imposi-

di “irrazionalità” del sistema e che lasciano scorgere i limiti della *efficient market hypothesis*⁹, ossia di quel modello secondo il quale il prezzo di mercato è in grado di riflettere *sempre e pienamente* le informazioni *variamente disponibili*¹⁰. Si è di recente evidenziata in Gran Bretagna, da parte della Financial Services Authority, la possibilità che i mercati si comportino in maniera irrazionale, a causa della constatazione che i comportamenti individuali che li “compongono” non sono sempre razionali (ma a volte sono impulsivi) e anche quando lo sono non assicurano un comportamento collettivo con la medesima caratteristica¹¹. Si è notato nell’ambito di studi di finanza comportamentale (ossia di psicologia cognitiva applicata alla finanza) che le condotte degli investitori non sono sempre perfettamente logiche¹². In realtà spesso il prezzo di mercato riflette non so-

zione di regole di *disclosure* delle informazioni privilegiate conduce ad un *more efficient price*. M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare*, 2, individua nell’asimmetria informativa il problema fondamentale del sistema dei mercati finanziari.

⁹ In tema si rinvia a G. ROSSI, *Crisi del capitalismo*, 930.

¹⁰ Sulla nozione di mercato efficiente v. FAMA, *Efficient capital markets*, 383 (secondo la cui definizione «un mercato in cui i prezzi riflettono sempre pienamente le informazioni disponibili è da definirsi *efficiente*»); JENSEN, *Some anomalous*, 2 s.; SCHOLLES, *The market for securities*, 182 s.; MILLER-LI-EDEN-HITT, *Insider trading*, 104; e – nella dottrina italiana – CAPRIGLIONE, *Dalla trasparenza*, 481; CESARINI, *Aspetti*, 112; PETRACCI, *Informativa*, 224. In tema di *efficient market hypothesis* e per una critica all’idea secondo cui – in un mercato ipoteticamente efficiente – non sia necessario un sistema di *disclosure* obbligatoria v. SELIGMAN, *The historical*, 4. Per appunti all’*efficient market hypothesis* v. anche ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 13; CUNNINGHAM, *Capital market*, 843 ss. e, soprattutto, LANGEVOORT, *Theories, assumptions*, 854 e 858 ss. in relazione al rilievo che il *noise trading* (ossia il *trading* non basato su valutazioni esclusivamente *razionali* dei dati informativi disponibili) può avere nella vita dei mercati. Ad ogni modo, se si deve scegliere un modello entro cui inquadrare il grado di *efficienza* del mercato finanziario, è preferibile ritenere che il mercato finanziario propenda verso un’efficienza semiforte, in cui cioè i prezzi degli strumenti finanziari riescono a riflettere tutte le informazioni in circolazione – e non solo quelle passate –, ma non quelle *riservate* (come si avrebbe in un’ipotesi di efficienza forte del mercato: ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 15 s.), grazie all’opera di alcuni soggetti che raccolgono ed analizzano in tempi molto rapidi le informazioni disponibili e agiscono sul mercato di conseguenza (con inevitabili riflessi sui prezzi dei titoli: BRUNO, *L’azione per danni*, 1330; sul concetto di efficienza informativa del mercato v. anche BRANCADORO, *Strumenti finanziari*, 157).

¹¹ *Turner Review*, march 2009, 40 ss.; ZOPPINI, *Funzioni del diritto privato*, 17 s.

¹² È sufficiente pensare al c.d. effetto gregge che caratterizza le tendenze emulative di una parte degli investitori: MORERA, *Legislatore razionale*, 82 s. e 86; DENOZZA, nell’opinione espressa in occasione del Convegno *Il Diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*, organizzato da *Orizzonti del Diritto commerciale*, Roma, 29-30 gennaio 2010. È anche vero, però, che l’ipotetica irrazionalità del mercato (su cui v. MANDELBROT-HUDSON, *Il disordine dei mercati*, 27 ss.) non deve essere enfatizzata oltre misura. Ad esempio, si è da poco evidenziato che proprio il c.d. effetto gregge non è sintomo necessariamente di un comportamento irrazionale dei mercati. POSNER, *A failure of capitalism*, 82 e 84 s., ha precisato che il comportamento degli investitori in presenza di una bolla (ossia l’acquisto dei titoli oggetto di speculazione quando la quotazione ha raggiunto quasi il massimo e la vendita repentina quando i titoli iniziano a deprezzarsi) è razionalmente spiegabile. Nessuno è in grado di sapere in anticipo quando interverrà il picco (massimo o mini-

lo le informazioni disponibili, ma anche la percezione di queste informazioni (con i pregiudizi e le precomprensioni che ogni fenomeno cognitivo può importare), in uno scambio continuo di funzione conoscitiva e funzione partecipativa (o manipolativa¹³). Ciò non significa che le informazioni privilegiate e la loro divulgazione siano irrilevanti, né che il mercato sia totalmente illogico. Lungi da un'idea siffatta, si vuole soltanto precisare che la diffusione dell'informazione privilegiata si inserisce in un fenomeno complesso (che non è affatto irrazionale, ma che rende ardui i tentativi di previsione) di ricezione dei dati della realtà da parte dei partecipanti al mercato che si riflette sulla stessa realtà influenzandola in un rapporto circolare di interferenza reciproca fra realtà e sua percezione in cui si passa dal mondo reale alla sua "comprensione" e all'intervento (o "manipolazione") della realtà economica in maniera sincronica e priva di soluzione di continuità¹⁴.

La crisi finanziaria globale (emblematica del fallimento del *laissez-faire*¹⁵) che ha colpito da ultimo i mercati ha reso palese lo sganciamento della finanza dall'economia reale (specialmente da settembre 2008, quando si sono conosciuti i gravi problemi che coinvolgevano istituzioni finanziarie importanti come Lehman Brothers¹⁶). La crisi è stata fortemente aggravata nei mercati occidentali dalla prepotente emersione economica di paesi come Cina, India e – in parte – Brasile che ha spostato gli assetti mondiali della produzione e della distribuzione come mai era avvenuto in precedenza. Tutto ciò, insieme con la crescita dell'indebitamento degli agenti economici dovuto alla fortissima riduzione dei

mo) di mercato e non è affatto irrazionale che la propensione all'investimento (o al disinvestimento) sia influenzata dal comportamento degli altri operatori. «Si possono nutrire dubbi che alcuni titoli continuino a incrementare il loro valore, ma il fatto che il loro valore stia continuando a crescere significa che altri soggetti sono in disaccordo con te. Essi potrebbero conoscere qualcosa a te ignoto. Spesso è proprio così. È rischioso ma non irrazionale seguire il gregge». In argomento v. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 13.

¹³ L'aggettivo non assume alcuna valenza negativa, ma è impiegato al fine di evidenziare la capacità dei partecipanti di incidere sulla realtà medesima del mercato, con la loro comprensione della realtà e con le scelte di investimento/disinvestimento effettuate in ragione di questa.

¹⁴ Spunti in SOROS, *Cattiva finanza*, VII ss. e 10 ss.

¹⁵ POSNER, *A failure of capitalism*, XII (su cui v. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 6) e G. ROSSI, *Crisi del capitalismo*, 929 s. V. anche E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi*, 667 s., per il quale i sistemi normativi di *mandatory disclosure* (pur potendo non essere sufficienti) sono assolutamente necessari per garantire un corretto funzionamento di un mercato altrimenti *spontaneamente* inefficiente. I prodromi della crisi (o meglio, della recessione) con riferimento al mercato americano erano stati individuati nel 2006 da Nouriel Roubini, per questo successivamente soprannominato dal *New York Magazine* (august 15, 2008) Dr. Doom. Per riferimenti alla letteratura economica, anche antecedente a Roubini, che aveva segnalato i pericoli di crisi (sia pure con minore enfasi) v. POSNER, *A failure of capitalism*, 252.

¹⁶ Oltre ai casi Bear Stearns, Merrill Lynch e alle operazioni di salvataggio di banche avvenute tramite nazionalizzazioni in Gran Bretagna, Olanda, Belgio. In tema, MASSA, *Algunas reflexiones*, 21.

tassi¹⁷, al connesso scoppio della bolla immobiliare cui erano collegati strumenti finanziari derivati, alla diffusione – colpevolmente incontrollata – di prodotti finanziari estremamente sofisticati ma al contempo opachi¹⁸ (come quelli dei derivati nei mercati *over the counter*)¹⁹, svincolati, specie i derivati creditizi, da regole stringenti (per “dimenticanza” o per espressa scelta di politica legislativa, come negli U.S.A., ove con il *Commodities Futures Modernization Act* si è scelto di esentare gli *swap agreements* dai controlli della SEC e dalle norme imperative dell’*Exchange Act* del 1934²⁰)²¹ e idonei a moltiplicare i rischi e le esposizioni debitorie²², ha condotto ad un livello di capitalizzazione delle istituzioni finanziarie (banche in modo particolare) insufficiente per far fronte agli impegni assunti²³.

I mercati mobiliari (non adeguatamente regolati²⁴) hanno in parte perso la funzione strumentale rispetto all’economia intesa nel suo invernarsi concreto²⁵.

Nonostante siano ancora presenti orientamenti dottrinali che fanno affidamento sulla capacità del mercato di regolare la diffusione dei dati informativi in maniera ottimale (o, per lo meno, in maniera non meno efficiente di un sistema che imponga meccanismi di diffusione obbligatoria delle informazioni²⁶), è ormai prevalente il convincimento che sia necessario l’intervento del legislatore al

¹⁷ SOROS, *Cattiva finanza*, XV.

¹⁸ SALANITRO, *Crisi economica e capitalizzazione*; MASSA, *Algunas reflexiones*, 24 s.

¹⁹ CARDI, *La riforma della vigilanza*, 273 e 278.

²⁰ Sulle origini e sulla portata delle riforme statunitensi del 1933-34 v. LOWENSTEIN, *Financial*, 1339 ss. e ROSSI, *L’informazione societaria*, 196.

²¹ Per comprendere la carenza di regole “forti” nel settore dei derivati è sufficiente riflettere su alcuni elementi: in primo luogo il *business* dei derivati creditizi non è soggetto ad una riserva legale di attività a favore di imprese soggette a particolari controlli; in secondo luogo i derivati creditizi possono essere (secondo i principi contabili internazionali) contabilizzati in bilancio al *fair value*, seguendo modelli matematici formulati dalla stessa impresa (v. E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi*, 669 ss.).

²² Attraverso i meccanismi della scissione fra obbligazione reale e collegata operazione derivata virtuale e della potenzialmente infinita reiterazione di queste manovre (E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi*, 661 s. e 669 s.).

²³ URÍA FERNÁNDEZ, *Las medidas*, 30.

²⁴ La ragione della riduzione (con riguardo agli U.S.A.) del livello di regolamentazione cogente cui si è assistito prima della crisi è da rinvenirsi nel fatto che non vi sono stati rilevanti fenomeni di depressione economica negli ultimi anni. Ciò ha fatto apparire l’impianto normativo come non totalmente necessario. I *policymakers* non hanno tenuto conto, però, nello smantellamento dell’apparato disciplinare, che probabilmente la causa del mancato verificarsi di fenomeni di crisi era da individuare proprio nella presenza di un apparato regolamentare stringente. Ciò, insieme con la crisi del *laissez-faire* ha favorito il fiorire di fenomeni di *moral hazard*, per certi versi – solo in apparenza paradossalmente – acuiti dalla politica di salvataggio posta in essere dai governi (POSNER, *A failure of capitalism*, 75, 141 s. e 236 ss.).

²⁵ VISENTINI, *Le nuove frontiere*, 602.

²⁶ V. *amplius ultra*, cap. I, § 2.

fine di garantire l'efficienza informativa del mercato; ed è proprio questa la direzione verso cui si è mosso il sistema (per il settore che ci interessa), a partire dalla originaria ed embrionale disciplina dell'*insider trading*, fino alla normativa in materia di *market abuse*²⁷. Si è confermata l'esigenza forte di una regolamentazione *ex ante*, cui si deve aggiungere la portata deterrente della *ex post regulation* costituita dal meccanismo della responsabilità²⁸.

L'utilizzo della sanzione civilistica come strumento (ulteriore e integrativo rispetto alle sanzioni penali ed amministrative) di *enforcement* della disciplina non è stato oggetto di grande approfondimento nel nostro sistema giuridico, trovando invece ampio riscontro nel panorama comparatistico (Cap. III, § 1). Le ipotesi di sanzione civilistica concernono innanzitutto i casi di danno che la mancata diffusione di informazioni privilegiate e l'attività di *insider trading* possono arrecare alla società emittente per riduzione dell'*appeal* dei relativi titoli. Fattispecie di questo tipo ingenerano sfiducia negli investitori con conseguente riduzione dei flussi di risorse finanziarie verso l'emittente. In secondo luogo si devono tenere in considerazione i pregiudizi arrecati agli investitori sia da mancata *disclosure*, sia da *insider trading*. Nelle due ipotesi, però, è necessario tenere distinti i numerosi profili problematici, non ponendosi tutti necessariamente nella medesima maniera. Unico, invece, è il tipo di responsabilità cui

²⁷ La direttiva 6/2003 evidenzia che la normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della disciplina volta a reprimere la manipolazione del mercato, ossia garantire l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati medesimi (il considerando n. 12 della direttiva 6/2003). Sulla originaria direttiva 89/592 in materia di *insider trading* riferimenti in MUSCO, *La società*, 326. SABATINI, *La legge*, 282, fa presente che la nostra disciplina in tema di *insider trading* ha per certi versi anticipato di parecchi anni la direttiva sul *market abuse* (anche se è bene ricordare che la originaria disciplina italiana anti-*insider trading* era basata sulla direttiva del 1989). Sulla direttiva 6/2003 v. CASSOTTANA-NUZZO, *Lezioni*, 196 ss. È da notarsi che questa direttiva (su cui v. anche TISEO, *La direttiva*, 1539 ss. e SAPONARO, *Market*, 767; sui prodromi della direttiva cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, 18 ss.) costituisce applicazione della procedura c.d. Lamfalussy che prevede, allo scopo di assicurare una maggiore (e più celere) efficacia della disciplina europea in tema di mercati finanziari, l'adozione di una serie di direttive di "secondo livello" – emanate dalla Commissione Europea – di attuazione della direttiva di "primo livello" (sul punto: MARCHETTI, *I controlli*, 144; FORTUNATO, *Conflitto di interessi*, 136; AMOROSINO, *L'incidenza*, 190; NAPOLEONI, *Insider*, 577; COMPORTI, *La nuova disciplina*, 62 s.; ID., *L'integrazione*, 282 ss.; PEDERZINI, *Note introduttive*, 973; PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 120 ss.; per una valutazione critica della procedura Lamfalussy – in relazione anche alla individuazione degli spazi di manovra lasciati agli Stati – v. TISON, *Financial market*, 1 ss.). Le direttive di secondo livello sono la 124/2003, la 125/2003 e la 72/2004. A queste si deve aggiungere il regolamento 2273/2003 (del 22 dicembre 2003). Sul punto v. SEPE, *Nuovi profili*, 6 e STAIKOURAS, *Four years*, 776. Per la completa descrizione del procedimento c.d. Lamfalussy si rinvia a: *report* dell'*Inter-Institutional Monitoring Group*, intitolato *First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, maggio 2003; DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 782 s. e 785 s.; TONELLO, *Corporate governance*, 89 s.

²⁸ POSNER, *A failure of capitalism*, 30 s.

entrambe le fattispecie danno luogo, ricostruibile – come si vedrà nel cap. III – in termini aquiliani, tenuto conto che il dovere di *disclosure* ed il divieto di cui all'art. 184 t.u.f., stante la loro *ratio* di tutela del mercato, configurano obblighi *in incertam personam*, cui si connette una responsabilità *ex art.* 2043 c.c.

2. *Le impostazioni di matrice anglosassone contrarie alla introduzione di discipline inderogabili in materia di informazioni privilegiate e loro critica.* – Il livello di indagine sia teorica che empirica in tema di informazioni privilegiate ha raggiunto nell'esperienza anglosassone livelli sì elevati da rendere l'esperienza americana il vero caposaldo di ogni indagine sul punto. Ciò non significa che lo studio degli altri ordinamenti stranieri sia irrilevante, anzi la comparazione sotto il profilo del diritto positivo risulta sempre utile (e per tale ragione viene effettuata nel prosieguo del lavoro). Il fatto, però, che negli U.S.A. gli studi in materia di informazioni *price sensitive* e di *insider trading* abbiano una tradizione che – a differenza degli altri ordinamenti – risale agli inizi del secolo scorso ed abbiano dato luogo ad una mole considerevole di impegno scientifico impone, da un punto di vista “politico”, una disamina delle tesi (specialmente statunitensi) che si sono affermate, poiché ciò consente di comprendere *funditus* i problemi concernenti le informazioni privilegiate e le ragioni *pro* o *contra* l'adozione di una regolazione cogente.

Ciò premesso, si deve rimarcare che l'impostazione tendente a riconoscere come necessario l'intervento del legislatore in materia di regolazione del fenomeno delle informazioni privilegiate non è, come sopra segnalato, universalmente condivisa nel panorama della migliore dottrina. Infatti, negli Stati Uniti permane un orientamento di forte critica verso l'introduzione di regole che impongono la diffusione obbligatoria delle informazioni da parte delle società. Secondo questa dottrina la comunicazione obbligatoria delle informazioni non sempre costituisce il rimedio ideale rispetto a meccanismi di pubblicità volontaria e sarebbe estremamente difficile per il legislatore determinare in quali ipotesi l'imposizione di regole di *disclosure* obbligatoria sia ottimale. Secondo tale posizione vi sono scarse prove empiriche dell'assunto per il quale in mancanza di un sistema di diffusione obbligatoria le informazioni societarie sono *underproduced* o che i benefici derivanti da un sistema di pubblicità obbligatoria sono superiori rispetto al loro costo²⁹.

²⁹ R. ROMANO, *Empowering*, 2368 e 2373; ID., *The advantage*, 1 ss. e 172 ss. Per l'Autrice sarebbe preferibile un meccanismo di *regulatory competition* nell'ambito del diritto dei mercati finanziari. Per una critica forte all'impostazione della Romano v., però, FOX, *Retaining*, 1337 s. Esprimono dissenso verso le tesi che spingono per una totale deregolamentazione dell'*insider trading* (e per l'eliminazione degli obblighi di *disclosure*) GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 629. Anche FERRELL, *The case*, 2 ss., spec. 5 e 10 ss., è assolutamente favorevole a meccanismi di diffusione obbligatoria delle informazioni, specie in sistemi a forte concentrazione proprietaria, ove il rischio di estrazione di benefici privati dal controllo è più alto. Contrario alla impostazione della Romano è anche ZINGALES, *The costs*, 19 s., secondo cui allorché

Anche in Gran Bretagna si è manifestata – seppure in maniera più blanda – qualche perplessità. Si è, ad esempio, fatto presente che non è del tutto chiaro se un sistema di diffusione obbligatoria delle informazioni privilegiate conduca effettivamente le società a diffondere informazioni realmente importanti e la cui conoscenza sia utile per il mercato³⁰.

la diffusione delle informazioni avviene su base volontaria risulta più difficile verificare la «*compliance and even more difficult to punish firms who lie*». In senso egualmente favorevole all'imposizione di forme di pubblicità obbligatoria si esprime COFFEE, *Market*, 721 s. («*because information has many characteristics of a public good, securities research tends to be underprovided*»).

Per un'altra impostazione (come quella della Romano) non favorevole alla introduzione di obblighi di pubblicità v. EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 675 s. e 692 ss. (spec. 693, 697 e 715). Tali Autori criticano la razionalità degli argomenti tradizionalmente utilizzati a favore degli impianti normativi che impongono la pubblicità in forma obbligatoria (argomenti quali la necessità di aumentare la fiducia degli investitori nei mercati, l'esigenza di proteggere gli investitori meno smaliziati e di aumentare i flussi di informazioni veritiere). Mancherebbe, secondo i due Autori, la prova che un complesso normativo di *mandatory disclosure*, con i costi rappresentati dalla "gestione" di queste norme, sia più efficiente di un sistema privo di tali disposizioni (e dei relativi costi). Inoltre, gli amministratori avrebbero incentivi di tipo reputazionale ad effettuare la *disclosure*, specie se detenessero azioni della società, poiché effettuando la *disclosure* invoglierebbero gli investitori a "puntare" sulla società determinando così un aumento di valore dei titoli (per una critica a tale ragionamento v. COFFEE, *Market*, 737 ss. e SELIGMAN, *The historical*, 5 ss., spec. 9). Risulta, però, arduo (alla luce dell'attuale crisi economica) riporre incondizionata fiducia in meccanismi informativi totalmente spontanei.

³⁰ CHEFFINS, *Does law matter*, 30 e 32. Sul diritto inglese in tema di *disclosure* societaria v. FOX, *Required*, 702. Nel Regno Unito le prime disposizioni anti-*insider trading* sono di provenienza autoregolamentare (con il *City Code on take-overs and mergers* e con il *Listing Agreement* che il *London Stock Exchange* impone alle società quotate: in tema v. BARTALENA, *La problematica*, 581). Circa l'evoluzione del sistema inglese v. MAHONEY, *Mandatory*, 1054 ss.; CHEFFINS, *Does law matter?*, 30; RIDER-ALEXANDER-LINKLATER, *Market abuse*, 17 ss.; RIDER, *L'attività*, 48, 52; SWAN, *Market*, 39 ss.; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 49 s.; CARRIERO, *Informazione, mercato*, 89 ss.; CONTI, *La disciplina*, 201. In particolare la prima disciplina inglese è intervenuta nel 1948, con l'introduzione dell'obbligo per le società di predisporre documenti informativi attinenti le negoziazioni di azioni effettuate da parte dei *directors* (*Companies Act* 1948, s. 195 – v. poi il *Companies Act* 1985, ss. 324, 328). Nel 1967 gli obblighi di *disclosure* sono divenuti più penetranti e sono stati estesi agli azionisti che detenevano una soglia di capitale pari almeno al 10% (*Companies Act* 1967, ss. 27-29, 31, 33-34; sul punto v. GOWER, *The principles of modern Company Law*, London, 1969, 388 ss.). Nel 1980 è stata introdotta la sanzione penale per il *director* e gli altri *insider* per le contrattazioni effettuate sulla base di informazioni confidenziali *price sensitive* (*Companies Act* 1980, ss. 68-73, successivamente modificato: nel 1985 dal *Company Securities Act*; nel 1986 dal *Financial Services Act* – che ha anche introdotto un *civil remedy* per le infrazioni alla disciplina repressiva dell'*insider trading*: CRYSTAL-ATHERTON, *United Kingdom*, 198 –; nel 1993 dal *Criminal Justice Act*, su cui v. l'ampio saggio di HERRINGTON-GLOVER, *The United Kingdom*, 33 ss.). In materia di sanzioni penali v. DAVIES, *Gower and Davies' Principles*, 752 ss., spec. 758; AVGOULEAS, *The mechanics*, 320 ss.; RIDER, *Policing*, 314 (seppure antecedente alla riforma del 1993); MELROSE, *Insider dealing*, 267 ss. Nel 1993, infine, «*Parliament amended the law to implement a European Union directive dealing with the topic: Criminal Justice Act 1993, c. 36, ss. 52-64, implementing Insider Dealing (Regulation) Directive, Directive 89/592*» (CHEFFINS, *Does law matter*, 44 nota 25). Circa l'introduzione in Gran Bretagna di obblighi di informazione continua a carico degli emittenti v. CHEFFINS, *Does law matter*,

Tali impostazioni affondano le loro radici culturali nella tesi della c.d. *price discovery*³¹ e negli studi di Manne. In base alla *price discovery theory*, in un'ipotesi di efficienza forte del mercato³², il prezzo che in esso si forma è in grado di riflettere pienamente le informazioni disponibili, anche quelle che derivano dall'utilizzo di notizie non ancora rese pubbliche da parte degli *insiders*³³. Secondo questa opinione non imporre la diffusione delle informazioni *price sensitive* e consentire l'attività di *insider trading* potrebbe essere d'aiuto nel ridurre le cattive valutazioni, in particolare quelle stabilmente cagionate da informazioni non rese pubbliche. L'utilizzo delle informazioni privilegiate da parte degli *insiders* potrebbe portare, stando a tale argomentazione, addirittura

31 e 45, nota 30, che fa riferimento al *Traded Securities (Disclosure) Regulations* del 1994, SI 1994/188, all'*Interim Reports Directive, Directive 82/121*, OJ 1982 L48/26 e al *Financial Services Act* del 1986, s. 153, che autorizzò lo *Stock Exchange* ad imporre *continuous disclosure requirements*. La fattispecie dell'abuso di informazioni privilegiate è ora tracciata dalla *sec. 118* del *Financial Services and Markets Act 2000* (v. SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 335, nota 5). Circa gli ultimi sviluppi della disciplina britannica riferimenti anche in SASSO, *Listing and disclosure*, 1020 ss., spec. 1026 ss. Sul ruolo della *Financial Services Authority* v. DESANA-PERRONE, *Mercato mobiliare*, 565.

³¹ Per una esposizione della tesi della *price discovery* e del valore informativo che, secondo tale orientamento, può assumere l'*insider trading* si vedano: P. CARBONE, *Tutela civile*, 166 ss.; LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 24 s.; MAVIGLIA, *Insider*, 293 s. Si deve, però, tenere presente l'impostazione critica di CUNNINGHAM, *Capital market*, 875 s., secondo la quale la teoria della *price discovery* è imperfetta poiché l'opacità dei mercati implica necessariamente deficienze nell'apprezzamento dei titoli.

³² Criticata nel paragrafo precedente. Sul punto BROMBERG-LOWENFELS, *Securities fraud*, 6:122.

³³ È, però, da tenere preliminarmente in considerazione che un mercato efficiente da un punto di vista informativo si fonda su un paradosso: più il mercato è efficiente sotto il profilo informativo e meno vale l'informazione. In un mercato il soggetto informato guadagna ovviamente di più trattando con un soggetto dis informato (rispetto a quanto otterrebbe trattando con uno informato). In particolare il soggetto informato tende a comprare i titoli quando essi sono sottostimati ed a venderli quando sono sovrastimati. Allorché il sistema dei prezzi diviene «more informative, the difference in their information – and hence the magnitude by which the informed can gain relative to the uninformed – is reduced». Quando i prezzi sono in grado di incorporare tutte le informazioni non c'è più alcun incentivo per acquisire le informazioni (GROSSMAN-STIGLITZ, *On the impossibility*, 393 ss., spec. 394 s.; sul punto v. anche ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 15; ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, 1091). In un mercato siffatto mancherebbe l'incentivo alla speculazione, non essendo possibile trarre vantaggio dalle informazioni e tendendo a scomparire quella differenza tra prezzi che spinge i vari operatori a comprare o a vendere (v. D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione*, 95). In materia C. SCOGNAMIGLIO, *Mercato dei capitali*, 102 s. e 116 s. sottolinea l'utilità della speculazione nella realizzazione dell'equilibrio di breve periodo, consentendo la formazione del flottante. Al contempo la presenza di attività speculative – e di un adeguato flottante – permette di avere una borsa valori attiva, cui consegue l'appetibilità dell'investimento mobiliare e la riduzione dei costi finanziari cui vanno incontro le imprese per reperire mezzi a lungo termine (dando luogo alla stabilità dei finanziamenti alle imprese e alla contemporanea massima liquidabilità per gli investitori – che, nell'esperienza statunitense, può giungere sino a determinare il cambiamento dell'intera compagine azionaria nel corso di un anno: DENOZZA, *Un seminario sul sistema dualistico*, 1243).

ad un funzionamento più efficiente del mercato del governo societario, poiché l'*insider trading* sarebbe in grado di eliminare le inefficienze del mercato nella valutazione dei titoli azionari, consentendo stime più corrette da parte dei potenziali *raiders* e agevolando così i ricambi nel controllo³⁴. Inoltre, l'*insider trading* avrebbe il vantaggio – sotto il profilo della rilevanza del fattore temporale nella diffusione delle informazioni – di permettere di scontare nel tempo, e quindi più gradualmente, l'effetto della notizia (buona o cattiva che sia)³⁵.

Ancor più feconda sul punto è stata l'opinione di Manne, che ha dato vita ad un vivacissimo dibattito negli U.S.A.³⁶. La tesi del più illustre e strenuo oppositore della disciplina anti-*insider trading* muove dalla osservazione di Schumpeter secondo cui le *large corporations* non riescono a fornire un adeguato compenso per i soggetti che gestiscono l'attività imprenditoriale della società³⁷ e si spinge fino ad individuare nell'utilizzo di informazioni privilegiate da parte dei *managers* il mezzo per rendere adeguata la loro retribuzione (specie per la loro attività innovativa)³⁸.

³⁴ V. KAHAN, *Securities*, 1035 ss. e 1042.

³⁵ Evitando sbalzi repentini dei corsi dei titoli: CORAPI, *L'«insider trading»*, 294; PARDOLESI-MOTTI, *«L'idea*, 349. Già DE GREGORIO, *Delle società*, 819 s. aveva teorizzato che le operazioni di vendita di azioni da parte di soggetti in possesso di informazioni rilevanti non pubbliche potessero avere effetti positivi, qualora effettuate a piccole partite, determinando una graduale discesa del prezzo delle azioni ed evitandosi così, nel giorno in cui la notizia fosse divenuta di pubblico dominio, ribassi repentini, potenzialmente dannosi per la società (per una valutazione giustamente critica dell'impostazione di De Gregorio v. ABBADESSA, *L'uso di informazioni*, 597 s., il quale evidenzia i rischi per la società – quantomeno sotto forma di discredito presso il pubblico – scaturiti dalla diffusione della notizia dell'*insider trading*).

³⁶ La polemica è stata tanto accesa da far dire a CARLTON-FISCHEL, *The regulation*, 857, nota 1, che non sia possibile intraprendere l'analisi del tema senza lo studio del *Henry Manne's brilliant book*. Riferiscono in maniera critica la tesi di Manne (MANNE, *Insider trading and the stock market*) BHATTACHARYA-DAOUK, *The world price*, 76 s. Sull'opera di Manne v. anche BAINBRIDGE, *Insider trading*, 777; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 7 s.; SEMINARA, *Insider*, 30 ss. Per brevissimi ma incisivi spunti sulla posizione di Manne v. ZANELLI, *Amministratori*, 365. In dottrina è stata messa in luce (MACEY, *Insider*, 270 ss.) l'importanza del lavoro di Manne, a prescindere dalla adesione o meno alla sua impostazione. In particolare è stato evidenziato il coraggio di Manne nel proporre alla comunità scientifica una tesi che, all'epoca, appariva assolutamente "eretica" (e che mise a repentaglio la sua stessa carriera accademica: MACEY, *Insider*, 271). Anche B. BLACK, *The legal*, 803, pur ritenendo che l'*insider trading* sia un problema e pur reputando che non sia opportuno avere un sistema che non lo disciplini, afferma, però, che il divieto dell'*insider trading* è importante, ma non cruciale per la vita di un mercato finanziario: «A stock market can be strong without controls on insider trading; it will be stronger with these controls». Per una rivisitazione in termini "etici" (e di efficienza del mercato) della tesi di Manne v. MCGEE, *Applying ethics*, 205 ss.

³⁷ SCHUMPETER, *Capitalismo*, 136, ritiene che nelle grandi società per azioni, in cui si assiste alla scomparsa della figura del proprietario e dell'interesse specifico di cui la proprietà è portatrice, gli amministratori divengono dei meri funzionari.

³⁸ MANNE, *Insider trading and the stock market*, 115 ss., spec. 138 ss. Secondo l'Autore (138), considerato che i *managers* non possono avere «a direct proprietary interest in their ideas», l'*insider trading* consente loro di capitalizzare la propria conoscenza all'interno del merca-

Inoltre, in base a questa linea di pensiero, vietare l'utilizzo privato di informazioni *price sensitive* non consentirebbe ai prezzi dei titoli di riflettere il loro reale valore. Permettere l'*insider trading*, stando a tale tesi, implicherebbe un maggiore afflusso di informazioni al mercato (mediato attraverso le operazioni di acquisto o di vendita dei titoli da parte degli *insiders*, che in tal modo inciderebbero sui relativi prezzi)³⁹. Secondo tale orientamento l'*insider trading* permetterebbe ai prezzi di mercato di riflettere piccoli *inputs* di informazioni più velocemente e meglio di quanto avverrebbe in assenza di tale attività di utilizzo delle informazioni privilegiate. Senza il divieto di *insider trading* ci sarebbero possibilità di competizione tra *insiders* che potrebbero avere una particolare influenza sul prezzo. Questi brandelli di informazione avrebbero cumulativamente una importanza ben superiore rispetto alla loro rilevanza individuale. Ciò avverrebbe perché se i prezzi di mercato fossero in grado di riflettere tutte le informazioni (e anche frazioni di esse) tutto il sistema dei mercati risulterebbe caratterizzato da *price accuracy*⁴⁰. Un mercato senza *insider trading* sarebbe – sempre seguendo tale ragionamento – un mercato disinformato (non riuscendo i prezzi a riflettere il valore delle precedenti transazioni). Il mercato opererebbe come le molecole di gas messe sotto pressione, in maniera casuale (c.d. *brownian effect*)⁴¹.

to (v. MACEY, *Insider*, 280; BROMBERG-LOWENFELS, *Securities fraud*, 6:123; CORAPI, *L'«insider trading»*, 296; per una recente riproposizione della tesi di Manne v. ENGELLEN-VAN LIEDEKERKE, *The ethics*, 497 ss., spec. 503 ss. e 505). CARLTON-FISCHEL, *The regulation*, 870 s. utilizzano l'impostazione di Manne per affermare che l'*insider trading* consente al *manager* di modificare la sua retribuzione senza doverla continuamente rinegoziare (in tal modo il *manager*, in effetti, rinegozia il suo compenso ogni volta che negozia i titoli della società sulla base di informazioni privilegiate – sull'impostazione di Carlton e Fischel v. FENN-MCGUIRE-PRENTICE, *Information imbalances*, 8 e 11 s. –; e si veda EASTERBROOK, *Insider*, 313, secondo cui consentire il libero utilizzo delle informazioni *price sensitive* potrebbe massimizzare la ricchezza sia degli *users* che della *society*; v. anche EASTERBROOK-FISCHEL, *Operazioni su titoli*, 220 s., secondo i quali l'*insider trading* dei *managers* costituirebbe un utile strumento di remunerazione di questi ultimi; circa la possibilità di utilizzare l'*insider trading* come forma di retribuzione cfr. anche PARDOLESI-MOTTI, «L'idea», 349). Per l'analisi del pensiero di Manne v. BAINBRIDGE, *Insider trading*, 780 s.

³⁹ MANNE, *Insider trading and the Law Professors*, 565.

⁴⁰ MACEY, *Insider*, 277.

⁴¹ MANNE, *Insider trading and the stock market*, 96 s. Sul punto v. MACEY, *Insider*, 271 s. (spec. 272), il quale, riporta la tesi di Manne. Si deve, altresì, rilevare che, secondo un'altra tesi favorevole all'utilizzo delle informazioni riservate, consentire il loro uso spingerebbe gli amministratori ad effettuare scelte di investimento più rischiose e con possibilità di rendimenti più elevati (con vantaggio per le società gestite e con un possibile allineamento degli obiettivi manageriali a quelli degli azionisti: LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 29). Su posizione vicina si pone l'idea di chi ha affermato che tollerare parzialmente l'*insider trading* può essere ottimale. Si sostiene, infatti, che vi siano dei casi in cui permettere parzialmente l'attività di *insider trading* «levels the playing field, maximizing competition between traders» (SHIN, *The optimal*, 67 s.). La tesi è stata ripresa in Italia (LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, spec. 32, 41 e 54 s.), sulla base dell'assunto che l'*insider trading* è fenomeno inevitabile e pensare di colpi-

L'impostazione di Manne è stata ripresa in dottrina con l'individuazione di ipotesi in cui l'opera di chi (ab)usa delle informazioni privilegiate non nuoce agli altri investitori (*victimless crime*). In particolare l'*insider trading* non avrebbe effetti negativi (*rectius*, ne avrebbe di positivi) nei confronti dei c.d. *time function traders* (ossia degli investitori le cui operazioni di acquisto o di vendita dei titoli sono effettuate sulla base del desiderio di risparmiare e sul proprio bisogno di effettuare dei consumi nel corso della vita). Secondo questa tesi, quando un operatore informato acquista dei titoli – sulla base di informazioni non note al mercato – tende, con tale operazione, a fare crescere il prezzo, mentre quando vende i medesimi titoli (sulla scorta, sempre, di informazioni privilegiate) fa scendere il corso dei titoli. Pertanto se un investitore non informato acquista titoli quando un *insider* sta compiendo operazioni di vendita, il suo acquisto avverrà probabilmente ad un prezzo più basso rispetto a quello che si sarebbe avuto in assenza dell'attività di vendita da parte dell'*insider*. Allo stesso modo, se un investitore esterno disinformato vende le sue azioni allorché un *insider* sta procedendo ad effettuare operazioni di acquisto, è probabile che la vendita avvenga ad un prezzo più elevato rispetto a quello che si sarebbe ottenuto in assenza dell'attività dell'*insider*⁴². Allorché, peraltro, gli investitori *outsiders* ritengano che l'opera degli *insiders* possa generare effetti negativi sul titolo, vi sarebbe, secondo tale orientamento, un rimedio: la fuga dal titolo⁴³. La stessa dottrina, però, evidenzia che la tesi in questione risulta rischiosa allorché si abbia a che fare con un *price-function trader*. Questi operatori, infatti, a differenza dei *time-function traders*, sono tendenzialmente operatori di borsa professionali che effettuano stime sul valore dei titoli che negoziano e che possono es-

re tutte le pratiche di utilizzo abusivo di informazioni privilegiate è impossibile e soprattutto non *enforceable* nella pratica – considerati i tempi processuali della nostra giustizia, anche penale, rispetto a quelli, ad esempio, della giustizia statunitense (in effetti, come emerge dal rapporto dell'ISAE – Istituto di Studi e Analisi Economica – del 2001, *Giustizia*, 3, mentre i paesi di *civil law* hanno problemi di lentezza dei procedimenti giudiziari, i sistemi di *common law* hanno problemi di elevatezza dei costi di accesso alla giustizia – i dati sono riferiti al 1996). Al contempo si afferma che non disciplinare per niente l'abuso di informazioni privilegiate sarebbe dannoso per il mercato perché consentirebbe un'elevata estrazione di benefici privati dal controllo societario. Anzi si è fatto notare in dottrina (BENY, *Insider trading*, 239 ss., spec. 258) che i paesi con disposizioni anti-*insider trading* meno efficaci presentano maggiori livelli di concentrazione delle strutture proprietarie (ed è a tutti noto che i rischi di estrazione di benefici privati dal controllo sono molto più alti in sistemi economici che presentano strutture proprietarie societarie caratterizzate da forte concentrazione; in tema di estrazione di benefici privati dal controllo e di sistemi di pubblicità obbligatoria come meccanismi volti alla riduzione di tale fenomeno pernicioso per il buon funzionamento di un mercato v.: FERRELL, *The case*, 2 ss.; LEUZ-OBERHOLZER-GEE, *Political*, 4).

Altro elemento di giudizio favorevole all'*insider trading* si potrebbe ritrovare nella circostanza per la quale una disciplina di repressione potrebbe scoraggiare l'attività di monitoraggio sulla gestione societaria da parte degli investitori istituzionali (riporta i termini della questione CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari*, 871).

⁴² HADDOCK-MACEY, *A coasian*, 1449 ss.; MACEY, *Insider*, 272 s.

⁴³ MACEY, *Insider*, 273; DEMSETZ, *The Market*, 316.

sere tratti in inganno dalle operazioni degli *insiders*. In questo caso, infatti, stando a tale costruzione, la vendita di azioni da parte dell'*insider* (sulla base, ad esempio, di informazioni riservate circa una prossima riduzione degli utili della società) deprimerà i corsi del titolo negoziato, spingendo i *price-function traders* ad acquistarlo, dato che essi (all'oscuro delle informazioni privilegiate in questione) attribuiscono al titolo un valore *reale* più elevato⁴⁴.

Tali orientamenti, totalmente o parzialmente contrari all'introduzione di regole volte a disciplinare in maniera vincolante la pubblicità delle informazioni privilegiate e a vietarne l'abuso, vanno incontro ad una serie di rilievi critici che hanno condotto a ritenere assolutamente preferibile un sistema dotato, sul punto, di norme imperative.

Si è fatto notare che l'abuso di informazioni privilegiate generalmente non è in grado di influire sui prezzi se non in maniera modesta e, quindi, esso non ha effetti di *disclosure* mediata sui prezzi stessi (in aumento o in diminuzione)⁴⁵. L'aumento nella domanda o nell'offerta del titolo da parte degli *insiders* è troppo poco rilevante per essere in grado di avere una incidenza significativa sulla formazione del prezzo dei titoli trattati e per essere adottato come efficiente meccanismo di informazione indiretta del mercato⁴⁶. Peraltro, affinché un sistema informativo basato sulla *price discovery* possa funzionare sarebbe necessario valutare non solo l'andamento di un titolo (che può essere influenzato da molteplici fattori e non semplicemente dalle negoziazioni degli *insiders*), ma si dovrebbe anche conoscere l'identità dei singoli *insiders* e analizzarne l'attività di *trading*⁴⁷. Solo in un sistema di *pretrade disclosure* imposto a tutti gli *insiders* la teoria della *price discovery* sarebbe forse in grado di assicurare sufficienti risultati di riduzione dell'estrazione di benefici privati dal controllo⁴⁸. Peraltro, la tesi della *price discovery* si basa sull'attribuzione del medesimo valore informativo alle attività di acquisto e di vendita di titoli da parte degli *insiders*. È evidente, però, che non possono essere valutate allo stesso modo le operazioni

⁴⁴ MACEY, *Insider*, 274 e 278. Inoltre, si è evidenziato da parte della stessa dottrina che vi è un dato, nell'impostazione di Manne, che non viene preso in considerazione: gli *insiders* in certe circostanze possono ritardare la pubblicazione di informazioni *price sensitive*.

⁴⁵ FERRARINI, *La nuova disciplina*, 48. V. EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 689, secondo i quali l'attività di *trading* non può sempre essere pienamente rivelatrice, poiché gli investitori disinformati non sempre sono in grado di percepire se determinate negoziazioni avvengono sul mercato a causa dello sfruttamento di *inside informations* o se si tratta, più semplicemente, di *portfolio adjustments*. È anche vero, però, che per i due Autori appena citati l'attività di *trading* (siccome quella di non-*trading*) effettuata da parte di soggetti informati risulta comunque idonea a fornire informazioni al mercato.

⁴⁶ GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 630 s.

⁴⁷ V. GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 631 s.

⁴⁸ Regole di *pretrade disclosure* forzerebbero gli *insiders* a negoziare i titoli interessati ad un prezzo che rifletta l'informazione che essi hanno comunicato al mercato per il tramite dell'annuncio dell'operazione di *trading* che intendono effettuare: FRIED, *Reducing*, 303 ss.

di investimento e quelle di segno opposto. Le operazioni di vendita effettuate dagli *insiders*, difatti, non sono egualmente apprezzabili da parte del mercato⁴⁹. Mentre unica è la ragione (la ricerca del profitto) per la quale gli *insiders* acquistano i titoli, sono invece numerosi i motivi per i quali gli *insiders* possono decidere di vendere le azioni e non è affatto detto che il *timing* delle loro operazioni di disinvestimento sia da considerarsi realmente informativo, specie se la vendita delle azioni avviene per esigenze di liquidità⁵⁰.

L'*insider trading* ha una incidenza marginale sui prezzi (e sui volumi delle operazioni), mentre ha una incidenza negativa potenzialmente rilevante sull'afflusso di capitali al mercato e sulla sua liquidità poiché spinge gli investitori potenziali a diffidare della sua trasparenza e della correttezza del suo funzionamento⁵¹. Pertanto, l'adozione di un sistema volto alla repressione dell'*insider trading*, pur comportando costi che, nel breve periodo, non è detto siano sempre compensati dai vantaggi (essendo possibile, nel breve periodo, che gli oneri del mantenimento delle strutture deputate alla vigilanza siano superiori rispetto ai benefici derivanti dall'accertamento di casi di *insider trading*⁵²), risulta essere preferibile nel lungo periodo in ragione della variabilità nel tempo dei fenomeni di *insider trading* e della loro potenziale nocività per il mercato e la sua liquidità.

La tesi di Manne (di cui non si può disconoscere la fondamentale portata critica) secondo la quale l'*insider trading* fungerebbe da strumento per retribuire adeguatamente l'innovazione imprenditoriale apportata dagli *insiders* si espone ad altri rilievi. Essa, infatti, non tiene in considerazione che nelle società di grandi dimensioni i processi innovativi vengono istituzionalizzati e che le posizioni che assicurano i maggiori profitti da *insider trading* non sono quelle da cui scaturiscono le maggiori e più proficue innovazioni⁵³. L'impostazione di Manne (ricavata dagli studi di Schumpeter) secondo cui le grandi società per azioni non riuscirebbero a fornire un adeguato compenso agli amministratori non appare attuale. All'inverso, è diffuso il convincimento che il livello dei compensi degli amministratori delle società quotate sia oggi in molti casi eccessivo. Ciò ha spinto alcuni legislatori ad introdurre apposite discipline volte a calmierare i compensi dei *managers*⁵⁴.

⁴⁹ Per la incapacità dell'*insider trading* di influenzare sempre i corsi dei titoli, specie in un ambiente sensibile e dominato da *frenesie di imitazione*: v. SEMINARA, *Insider*, 60 ss.

⁵⁰ Pertanto, solo gli acquisti effettuati da parte degli *insiders* potrebbero considerarsi muniti di valenza informativa (v. LAKONISHOK-LEE, *Are insiders*, 79 ss., spec. 108 s.). Anche a non voler ammettere che tali argomenti rendono *necessaria* l'introduzione della disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate, quantomeno si deve ammettere che essi riducono fortemente il peso della *efficient market hypothesis*.

⁵¹ PRENTICE-DONELSON, *Insider trading*, 1 ss., spec. 71 ss.

⁵² Ovviamente se dovessero risultare pochi – o poco rilevanti – i casi accertati.

⁵³ V. in tal senso SEMINARA, *Insider*, 38.

⁵⁴ Così ha fatto il legislatore tedesco nel 2009 con il *VorstAg* sulla adeguatezza (o ragionevole-

Oltre a ciò è da rilevare che, pur senza voler sposare teorie di *market egalitarianism*, la critica maggiore cui si espone la tesi di Manne e di coloro che ne hanno ripreso il pensiero è rappresentata dalla posizione di svantaggio in cui vengono relegati gli investitori. Non si comprende per quale ragione l'investitore dovrebbe operare in un mercato se si consente agli *insiders* di giocare con carte truccate⁵⁵. L'impostazione antiegalitaria di Manne finisce, quindi, per danneggiare lo stesso mercato che presume di tutelare⁵⁶.

Si ritiene, cioè, che a fronte di una minore sicurezza circa l'esattezza delle informazioni diffuse, gli investitori reagirebbero al maggior rischio con la riduzione – sostanzialmente generalizzata – della loro disponibilità a pagare per l'acquisto di tutti i titoli⁵⁷. Pertanto, una regolazione meno efficace avrebbe come effetto la sottovalutazione generale di tutti i titoli, dovendo gli investitori valutare il maggior rischio scaturente dalla omessa diffusione di informazioni o dalla diffusione di informazioni inesatte o incomplete (resa possibile da una disciplina non efficiente)⁵⁸.

Da questo punto di vista è possibile fare un parallelismo con il noto meccanismo del mercato delle autovetture inaffidabili (meglio conosciute negli Stati Uniti come *lemons*). Queste tendono a scacciare dal mercato le automobili affidabili, sostanzialmente allo stesso modo in cui la moneta “cattiva” scaccia quella “buona”⁵⁹, poiché, pur in presenza di soggetti disposti a negoziare autovettu-

lezza) del compenso degli amministratori (PORTALE, *Un nuovo capitolo*, 1 ss.). Per una recente riflessione critica sull'adeguatezza delle retribuzioni degli amministratori si rinvia anche a BHAGAT-ROMANO, *Reforming executive compensation*, 273 ss.

⁵⁵ LOSS, *Disclosure*, 328 ss., spec. 329; CHOI-PRITCHARD, *Securities Regulation*, 359.

⁵⁶ Né si può obiettare che il gestore di una società non si trova, in generale, sullo stesso piano di un qualsiasi investitore: ciò finirebbe per minare la fiducia degli investitori nel mercato e per determinare un conseguente minor afflusso di risorse al medesimo. Anche MATTURRI, *Considerazioni*, 44, ritiene che il fenomeno dell'*insider trading* possa ridurre la fiducia degli investitori nel mercato.

⁵⁷ O, «almeno, di tutti quei titoli per i quali l'emittente non riuscisse con particolari mezzi a convincerli dell'esattezza dei dati che comunica»: DENOZZA, *La trasparenza garantita*, 191 s.

⁵⁸ V. DENOZZA, *La trasparenza garantita*, 191 s., il quale non fa diretto riferimento alle informazioni che vengono fornite dall'emittente *ex art.* 114 t.u.f. Circa gli aumenti di costo del capitale determinati dall'*insider trading* v. BHATTACHARYA-DAOUK, *The world price*, 76 e 78. I due Autori evidenziano che la mera esistenza di discipline anti-*insider trading* non ha alcun rilevante influsso sul costo del capitale, mentre all'*enforcement* (e solo ad esso) della disciplina di repressione dell'*insider trading* è associata una significativa riduzione del costo del capitale (sul punto v. anche GEVURTZ, *The globalization of insider trading*, 95). Un aumento del costo del capitale è controproducente per un mercato che si voglia definire efficiente (B. BLACK, *The legal*, 782 e 831, pur riconoscendo che esistono meccanismi diversi dai mercati regolamentati per ottenere il finanziamento delle società, sottolinea comunque l'assoluta importanza del mercato e della sua efficienza, poiché un mercato finanziario forte può favorire la crescita dell'intero sistema economico).

⁵⁹ AKERLOF, *The market*, 488 ss., spec. 489 s. Sul punto v. anche PAREDES, *Blinded by the light*, 470.

re usate di buona qualità, non risulta esservi incentivo allo scambio a causa della pratica impossibilità di distinguere in anticipo fra autovetture usate di differente qualità⁶⁰. Si è evidenziato che il rischio di abusi di informazioni privilegiate crea appunto un problema di selezione avversa, tipico delle situazioni caratterizzate da asimmetria informativa⁶¹. Se gli investitori non sono in grado di conoscere in anticipo se vi siano società e *insiders* disonesti, quali siano e, di conseguenza, quali siano le società i cui titoli godono di una valutazione corretta sul mercato e quali no, gli investitori saranno propensi a svalutare i titoli di tutte le società⁶². Il deprezzamento di un titolo implica che una società che diffonde correttamente le informazioni privilegiate e con *insiders* onesti non potrà far sottoscrivere i suoi titoli per un valore adeguato. Ciò spingerà la società a fare ricorso ad altre forme di finanziamento. I prezzi scontati dei titoli, però, non scoraggeranno gli *insiders* disonesti⁶³.

Questo problema di *adverse selection* sollecita gli emittenti corretti ad uscire dal mercato, considerato che essi non riescono ad ottenere un prezzo adeguato per i loro titoli. All'inverso gli emittenti meno corretti e in generale quelli di "bassa qualità" rimangono sul mercato (non essendo granché toccati da tale problema di selezione avversa), con abbassamento della "qualità" media degli emittenti, cui consegue un'inevitabile reazione degli investitori, che tendono a deprezzare ulteriormente le azioni rimaste sul mercato⁶⁴ (in un palese circolo vizioso)⁶⁵.

La giustificazione delle regole che impongono agli emittenti la diffusione delle informazioni è costituita dalla circostanza che il mercato tende a produrre

⁶⁰ VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 147 s.

⁶¹ MINENNA, *L'individuazione dei fenomeni di abuso*, 12 s. Circa le asimmetrie informative nei mercati di borsa tra investitori e operatori qualificati (emittenti, offerenti, intermediari) v. anche CAPRIGLIONE, *Crisi*, 142. ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto*, 160, precisa che il legislatore interviene per eliminare le asimmetrie informative allorquando il mercato non è in grado di correggerle. Si deve comunque tener presente che tale obiettivo, cui giustamente si aspira, è concretamente irrealizzabile in termini assoluti dal legislatore, poiché l'asimmetria informativa tra le differenti categorie di investitori costituisce elemento sostanzialmente ineliminabile (SEMINARA, *Articolo 180*, 1452).

⁶² In tema si rinvia a PERRONE, *Informazione*, 3.

⁶³ B. BLACK, *The legal*, 804 s.

⁶⁴ Con ulteriore fuga dal mercato degli emittenti corretti (B. BLACK, *The legal*, 805).

⁶⁵ In contrasto con la tesi che si oppone alla introduzione di regole di diffusione obbligatoria delle informazioni privilegiate (e favorevole alla pratica dell'*insider trading*) si pone anche la considerazione secondo la quale consentire l'*insider trading* importerebbe un sistematico spostamento di ricchezza dagli azionisti verso gli *insiders*. Questo effetto distributivo sulla ricchezza disponibile costituisce un'ulteriore ragione per considerare non ammissibili le pratiche di sfruttamento delle informazioni privilegiate. Riporta i termini della questione, in un'ottica, però, non pregiudizialmente favorevole a politiche di regolamentazione cogente, BERGMANS, *Inside*, 169 (il quale, a 131 ss. – spec. 147 ss. –, individua le ragioni portate a sostegno della *free market alternative*; per il suo approccio v. 207 s.).

e diffondere poche informazioni. Ciò si deve al fatto che l'informazione – una volta diffusa – è un “bene pubblico”, ossia che può essere usato senza che tale utilizzo possa condurre al suo esaurimento⁶⁶. In base a tale impostazione il soggetto che produce l'informazione non può escludere gli altri dal conseguire i benefici derivanti dall'utilizzo dell'informazione medesima⁶⁷. Ma se il soggetto che produce l'informazione non può sfruttarne appieno (e in via esclusiva) i benefici, allora gli incentivi alla produzione e alla pubblicazione delle informazioni si riducono fortemente⁶⁸.

In effetti, secondo un certo orientamento le società potrebbero essere stimolate ad effettuare una piena *disclosure* delle informazioni privilegiate al fine di ottenere la fiducia degli investitori. Si afferma, infatti, che diversamente dal singolo operatore che investe in (e tratta solo) una piccola quota azionaria – e non può, pertanto, monetizzare in forma esclusiva tutto il valore dell'informazione – la società controlla tutti i suoi investimenti e può appropriarsi dell'intero valore

⁶⁶ In tal senso si esprime COFFEE, *Market*, 722. L'informazione *price sensitive* va più precisamente inquadrata nella categoria dei “beni destinati al pubblico” più che nella categoria dei “beni pubblici” (v. *ultra*, cap. I, § 5). Sul concetto di informazione come “bene pubblico” e sugli incentivi o meno alla sua produzione da parte delle società v. FERRARINI, *Informazione societaria*, 412. Su una posizione vicina a quella di Ferrarini si pongono GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *On insider trading*, 1266 s., che parlano di negative *property rights* sulle informazioni privilegiate.

⁶⁷ V. COFFEE, *Market*, 725. Svolge una analisi dell'informazione come “bene pubblico” e come bene collettivo KRAWIEC, *Fairness*, 452. Per un'impostazione differente, tendente ad individuare nel concetto di “informazione” un bene privato e sulle conseguenze che ne derivano in tema di possibilità di utilizzo da parte della società emittente si rinvia a LINCiano-MACCHIATI, *Insider trading*, spec. 156 ss. A questo ragionamento si può, però, contrapporre l'impostazione di KING-ROELL, *Insider trading*, 166, per i quali l'utilizzo di informazioni private impone dei costi a carico della collettività degli investitori, spingendo i *market makers* a richiedere un prezzo più alto (nel caso di vendita da parte loro) o più basso (nel caso di acquisto). Per *market maker* si intende il soggetto che svolge una funzione di liquidità per il mercato (CARRIÈRE, *Le operazioni*, 94). Esattamente il *market maker* stabilisce un prezzo di acquisto ed uno di vendita e sulla base di tali prezzi prefissati (meglio, all'interno di tale *range*) si impegna ad acquistare o vendere un determinato tipo di titoli per un certo arco di tempo (CALANDRA BUONAURA, *La trasparenza nei servizi*, 223, nota 6; P. CARBONE, *Tutela civile*, 195; ID., *Insider*, 422, nota 21). La loro funzione è importante per garantire una sufficiente liquidità ai mercati.

⁶⁸ EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 681. Circa le ragioni che giustificano l'adozione delle regole di *disclosure* obbligatoria v. EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 670 ss. che, peraltro, ritengono che le *securities laws* americane siano anche il risultato di pressioni lobbistiche di gruppi per niente interessati al benessere degli investitori («*Many lawyers are specialized in securities work, and other market professionals depend on the intricacies of the law for much revenue [... and they] would suffer windfall losses if existing regulations were repealed*»). Per una valutazione positiva del sistema adottato negli Stati Uniti (cui si avvicina molto l'impianto normativo giapponese, essendo stato ricalcato su quello: FOX, *Required*, 702; cenni in GEVURTZ, *The globalization of insider trading*, 63 ss.; v. *amplius ultra*, cap. III, § 1) v. ROCK, *Securities*, 675 ss., spec. 704, secondo cui, sebbene soluzioni di tipo contrattuale siano teoricamente praticabili, è decisamente difficile individuare dei reali esempi di soluzioni siffatte idonee a fornire una misura tanto efficace quanto quella fornita da un sistema di *mandatory disclosure*, con riguardo soprattutto alla sua credibilità e alla sua *enforceability*.

dell'informazione. Secondo tale prospettiva la società che effettua una maggiore *disclosure* delle sue informazioni può collocare le sue azioni sul mercato per un valore più elevato, invero «*as much more as the full value of all information*»⁶⁹. Non si tratterebbe, allora, di non consentire alle imprese societarie l'utilizzo delle informazioni (se realizzato appunto in forma di comunicazione al pubblico), ma si tratterebbe, in realtà, di impedire ai gestori della società o ai suoi soci informati di speculare sulla base delle informazioni, cagionando un danno non solo agli investitori e al mercato, ma anche alla società (che vedrà ridursi la propria capacità di attirare capitali). Tali incentivi alla trasparenza delle informazioni societarie, però, potrebbero operare solo in presenza di tre condizioni. Si richiede innanzitutto che gli investitori siano a conoscenza del fatto che le imprese possiedono una certa informazione (ad esempio, sugli utili attesi); in secondo luogo è necessario che le false informazioni siano sanzionate, disincentivando così le imprese a mentire; infine è necessario che l'informazione non abbia costi⁷⁰. In mancanza delle tre condizioni l'adozione di una disciplina di informazione continua obbligatoria è necessaria.

Inoltre, se anche si volesse sostenere che un sistema di *disclosure* obbligatoria non influisca sui corsi dei titoli più di un sistema affidato a meccanismi di pubblicità volontaria, nondimeno la diffusione imposta delle informazioni produrrebbe una riduzione dei costi di acquisizione, "trattamento" e verifica delle informazioni da parte degli investitori⁷¹ (istituzionali, in particolare, e degli analisti finanziari, risultando poco credibile che le informazioni diffuse sul mercato siano tutte adeguatamente valutate in via diretta dai risparmiatori⁷², che

⁶⁹ EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 683; è anche vero, però, che EASTERBROOK, *Insider*, 334 s. afferma espressamente che il divieto dell'*insider trading* «*is desirable when it protects business property. The prohibition probably is desirable in general, because it allows public enforcement to replace inefficient private enforcement*».

⁷⁰ ZINGALES, *The costs*, 18, cui rinvia FERRARINI, *Informazione societaria*, 412.

⁷¹ GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 638. Questa forma di *disclosure* collettivizza i costi di acquisizione dell'informazione imponendo agli «*originators of information to distribute it and, in some cases, even requiring them to create it*»: GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 601 (circa la standardizzazione dei modelli espositivi delle informazioni v. STAGNO D'ALCON-TRES, *Informazione*, 329). In tema si veda anche MAHONEY, *Mandatory*, 1047 s., per il quale la *disclosure* può contribuire ad ottenere un adeguato livello di efficienza informativa (e, anche, di *social welfare*) consentendo agli investitori di raccogliere informazioni e di prendere scelte di investimento consapevoli, scelte che finiscono per riflettersi sui prezzi. Per la definizione del modello di *investment decision* sulla base di un sistema di *disclosure* obbligatoria v. FISCHEL, *Use of modern finance*, 2 secondo cui la *mandatory disclosure* dà vita ad un modello di assunzione delle decisioni di investimento nel quale gli investitori analizzano scrupolosamente tutte le informazioni (anche non finanziarie) relative ad una determinata società prima di effettuare un investimento.

⁷² Per JENSEN-MECKLING, *Theory*, 354 s., spec. 355 l'attività degli analisti finanziari riduce gli *agency costs* associati alla separazione fra proprietà e controllo. Secondo GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The essential role*, 1 ss., la disciplina dei mercati finanziari è volta a tutelare più che l'investitore comune, gli «*information traders*» (*sophisticated professional investors and analysts*) ed il loro

hanno limiti cognitivi di gran lunga superiori a quelli degli investitori professionali).

L'avvento della crisi finanziaria globale non rappresenta, a parer mio, la temperie migliore per qualunque prospettiva di liberismo più o meno sfrenato. I recenti scandali finanziari hanno reso palese l'esigenza di un intervento regolatore forte del legislatore, al punto da escludere che in materia di *disclosure* delle informazioni privilegiate e di loro utilizzo si possa tornare indietro verso sistemi più liberisti e meno pervasi dall'azione regolatrice del diritto positivo. Si assiste a livello mondiale ad una richiesta sempre più pressante di regole stringenti e, come risposta di diritto positivo, ad un innalzamento del livello di inderogabilità delle disposizioni che disciplinano i mercati finanziari.

3. (Segue). *L'evoluzione dell'impostazione statunitense contraria allo sfruttamento delle informazioni price sensitive*. – Le tesi degli studiosi statunitensi che propendono (o propendevano) per la libertà di impiego delle informazioni privilegiate da parte degli *insiders* si sono dovute scontrare con l'opinione contraria del legislatore e con i ragionamenti originariamente condotti sul tema negli Stati Uniti da parte della dottrina e, soprattutto, dalla giurisprudenza, che si fondano sull'esigenza di egualitarismo potenziale cui si accompagna una qualche riprovazione, sotto il profilo etico, dell'*insider*. Qualunque sia la posizione in merito, si deve tener presente che, come evidenziato dalla dottrina americana, l'*insider trading* si fonda su un paradosso etico, considerato che quasi tutti gli investitori, pur essendo contrari all'*insider trading* e volendo che sia sanzionato, al contempo approfitterebbero delle informazioni *price sensitive* non ancora diffuse se ne avessero l'opportunità («*any anger they feel over insider trading therefore has nothing to do with a loss of confidence in the integrity of the market, but instead arises principally from envy of the insider's greater access to information*»)⁷³. Ciò trova spiegazione nell'ambito della teoria dei giochi, secondo cui un soggetto probabilmente considererà *unfair* ogni vantaggio acquisito dagli altri *competitors* sul mercato se si tratta di un privilegio che egli non solo non ha, ma non può neppure avere⁷⁴. Anche ciò potrebbe fornire una spiegazione ad

ruolo. Si è, infatti, sottolineato (COFFEE, *Market*, 728 ss. e GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 601) che il sistema di *mandatory disclosure* sembra essere utile più che per i singoli investitori, principalmente per gli analisti che dovrebbero così affrontare minori costi per la ricerca delle informazioni e per la seguente produzione delle proprie indagini. In dottrina si è sottolineato che l'idea che la disciplina dei mercati finanziari sia funzionale alla tutela del piccolo investitore è probabilmente utopica e vagamente *demagogica*. In effetti, la profonda disparità che si è ormai determinata tra le varie categorie di investitori rende «anacronistica la figura del risparmiatore che analizza con attenzione, diligenza e competenza tutte le notizie disponibili in ordine a una specifica società prima di compiere le sue scelte»: SEMINARA, *Insider*, 81; in tema si vedano COSTI, *Informazione*, 217 e RORDORF, *Importanza*, 780.

⁷³ BAINBRIDGE, *Incorporating*, 1242.

⁷⁴ HETHERINGTON, *Insider trading*, 721.

un sondaggio fatto da *Business Week* nel 1986⁷⁵, secondo cui il 53% degli intervistati avrebbe effettuato operazioni di *insider trading* se ne avesse avuto la possibilità⁷⁶.

Lo sviluppo della teorie anti-*insider trading* prende avvio negli U.S.A. a partire dal 1910 con un articolo di Wilgus⁷⁷ (seguito da un contributo di Berle⁷⁸) con cui – facendo perno sui concetti di *fairness* e di moralità – si affermava l'idea che la pratica dell'*insider trading* fosse *morally offensive*⁷⁹. Questa opinione ha influenzato fortemente la prima disciplina dell'*insider trading* statunitense risalente agli anni trenta del secolo scorso.

Negli U.S.A. la norma fondamentale che regola le informazioni privilegiate e il loro abuso è costituita – come è ampiamente noto – dalla *rule* 10b-5, disposizione generale anti-frode che considera illecito qualsiasi atto che si concreta in un inganno realizzato – ai danni di chiunque – in connessione con operazioni di compravendita di valori mobiliari⁸⁰ (in un'ottica tendente a soddisfare «il donchisciottesco desiderio americano di un apparente egualitarismo nei mercati mobiliari»⁸¹). Tale disposizione non impone, però, un obbligo generale di pubblicità⁸², a differenza dell'art. 114 t.u.f. La stessa SEC, dettando una disciplina attinente alla *mandatory disclosure*, predispone tre tipologie di documenti da rendersi pubblici da parte delle società (*Form* 8-K, 10-K e 10-Q), ma non richiede una pubblicità immediata dei fatti rilevanti, considerato che il *Form* 10-K va predisposto annualmente, il 10-Q trimestralmente e l'8-K (che concerne alcuni specifici eventi – in costante crescita nel loro numero –⁸³, definibili come *material*, individuati dalla SEC, quali, ad esempio, la stipulazione di un contrat-

⁷⁵ Aug., 25, 1986.

⁷⁶ V. LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:2.

⁷⁷ WILGUS, *Purchase*, 267, richiamato da MACEY, *Insider*, 269. Sul contributo di Wilgus v. anche MANNE, *Insider trading and the stock market*, 4.

⁷⁸ BERLE, *Publicity*, 827 richiamato da MANNE, *Insider trading and the stock market*, 4 s.

⁷⁹ MACEY, *Insider*, 269. Sulla situazione statunitense antecedente al 1933 e sul relativo sistema di pubblicità affidato al Nyse, con i conseguenti problemi di *enforcement*, v. FERRELL, *The case*, 33 ss., spec. 35.

⁸⁰ Circa l'ampio utilizzo della *rule* 10b-5 nella repressione dell'*insider trading* a partire dal caso Cady, Roberts & Co. e sulla "*catchall*" *section* 10(b) del *Securities and Exchange Act* del 1934 v.: LEHN, *Gli aspetti*, 9; KING-ROELL, *Insider trading*, 185 (sulla *rule* 10b-5, sulle sue origini e sul suo utilizzo: BAYNE, *Insider trading*, 5; CALHOUN, *Moving toward a clearer definition*, 1123 ss.; GRENIER, *Damages*, 797 ss.; LOSS, *Fundamentals*, 726 ss.; CHMIEL, *The insider*, 647; STEINBUCH, *Mere thieves*, 572; BARTALENA, *Insider Trading*, 258 ss.; AMATUCCI, *L'azione*, 1346; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 4 e 26 ss.; RUGGIERO, *The regulation*, 171 ss.).

⁸¹ LANGEVOORT, *L'appropriazione*, 28.

⁸² Tranne alcuni casi, pertanto, non sussiste un obbligo di pubblicità a carico degli emittenti in relazione alle informazioni *material* che siano ancora, ovviamente, *nonpublic*: STEINBERG, *Understanding Securities Law*, 307.

⁸³ HAZEN, *Treatise on the law of securities*, § 12.[19][1][A].

to estraneo rispetto all'ordinario corso degli affari della società o la situazione di *bankruptcy*) deve essere *filed* entro 4 giorni lavorativi dal verificarsi dell'evento specifico⁸⁴. Sono, invece, i *listing requirements* dei più importanti *stock exchanges*⁸⁵ che impongono una tempestiva (*real-time*) *disclosure* di tutte le informazioni che potrebbero essere considerate rilevanti (*material*) per un investitore ragionevole, anche se consentono di procrastinare la diffusione delle notizie se ciò realizza meglio l'interesse sociale⁸⁶.

In tale contesto il fondamento giuridico della disciplina di repressione delle asimmetrie informative (e, in specie, anti-*insider trading*) è stato rinvenuto dapprima nella nozione di dovere fiduciario e poi nell'interpretazione estensiva della *misappropriation theory*: lo sfruttamento dell'informazione privilegiata viene sanzionato allorché ci si appropria indebitamente di informazioni idonee ad influire sui prezzi dei titoli con il proposito di negoziare sulla base delle medesime⁸⁷.

I primi casi di apprezzabile rilevanza negli U.S.A. sono stati Cady, Roberts & Co. del 1961⁸⁸ e, ancor di più, quello riguardante la Texas Gulf Sulphur

⁸⁴ CHOI-PRITCHARD, *Securities Regulation*, 161 s.; LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 12:8; LERMAN-LIVNAT, *The new form*, 4 ss.

⁸⁵ N.Y.S.E. *Listed Company Manual*, § 202.05; AMEX *Company Guide*, § 402. In tema si veda anche SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 339, nota 13.

⁸⁶ Un vero e proprio obbligo di *disclosure* emerge allorché l'emittente abbia dato luogo con la sua pubblicità a situazioni *half-truth*. Si tratta, sostanzialmente, dell'obbligo di continuare ad aggiornare e correggere le informazioni che sono state precedentemente diffuse (COX-HAZEN, *on Corporations*, 704 s. e 706 s.; LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 12:8). Circa l'utilizzo della *rule 10b-5* – al fine di proteggere chi abbia compiuto atti di compravendita di strumenti finanziari (e con esclusione di chi sia rimasto inerte sul mercato finanziario) – da parte della giurisprudenza statunitense dal caso *Birnbaum v. Newport Steel Corp.* fino alla pronuncia della *Supreme Court* nella vicenda *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores* si vedano: COX-HAZEN, *On Corporations*, 668 ss. (cenni anche in VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 69 s.), con riguardo, in particolare, all'individuazione dei danneggiati nei casi di mancata pubblicità (sulla base di un'esigenza di limitazione della portata della *rule 10b-5*: LOEWENSTEIN, *The Supreme Court*, 21). In relazione allo sviluppo della responsabilità civile per le *securities fraud* negli Stati Uniti v. AVGOULEAS, *The mechanics*, 472.

⁸⁷ V. la pronuncia *United States v. O'Hagan*, *June 25, 1997*, con cui la Suprema Corte ha posto fine al dibattito circa l'adozione della *misappropriation theory* a scapito della *classical theory* (riferimenti in BAYNE, *Insider trading*, 8; CALHOUN, *Moving toward a clearer definition*, 1129 e 1131 s.; COX-HAZEN, *On Corporations*, 694; HAMILTON-MACEY, *Cases and materials*, 866 ss.). James O'Hagan era *partner* dello studio legale *Dorsey & Whitney* che rappresentava una società inglese intenzionata a lanciare un'opa ostile nei riguardi di una società statunitense. O'Hagan, venuto a conoscenza dei piani della società inglese, comprò titoli della società *target* realizzando forti guadagni (sul punto, con spirito critico, v. LOEWENSTEIN, *The Supreme Court*, 28).

⁸⁸ Nel caso *Cady, Roberts & Co.*, del 1961 la SEC, in forza dei suoi poteri, condannò due agenti di cambio in quanto uno dei due aveva comunicato all'altro un'informazione – assunta nella sua qualità di *director* – concernente la decisione di una società di ridurre il dividendo, consentendogli di vendere le azioni della società in questione prima che il loro valore diminuisse a seguito della diffusione della notizia (sul punto v. M. CAMPOBASSO, *L'imputazione*, 101 s., nota 102; CORAPI,

Co.⁸⁹. Con questa ultima pronuncia si è affermata la c.d. *disclose or abstain rule*: non si è, cioè, semplicemente negata la possibilità per gli *insiders* di effettuare *trading* sui titoli della società cui si riferiscono le informazioni privilegiate, ma si è stabilito che gli *insiders* possono trattare i titoli in questione purché prima procedano a rendere pubblica l'informazione *price sensitive*⁹⁰. A queste pronunce segue quella c.d. Chiarella⁹¹, con la quale si afferma la insussistenza di un

L'insider trading», 290). Per riferimenti al caso *Cady v. BHATTACHARYA-DAOUK*, *The world price of insider*, 88 e la nota 12; LEHN, *Gli aspetti*, 10; ROSSI, *L'informazione societaria*, 203; BALLARINI, *Insider*, 1170; CASELLA, *Alcune osservazioni*, 805. Per un'altra fattispecie di *tippee* si può fare rinvio al caso *Dirks*, in cui un analista finanziario (Raymod L. Dirks) ricevette da alcuni impiegati licenziati da una società (la Equity Funding Corp.) notizie circa una frode perpetrata da tale società a danno dei propri soci e dei creditori. Dirks consigliò ai propri clienti di vendere le azioni della società in questione il prima possibile, ottenendo così di evitare la perdita di forti somme dovuta alla rovina del titolo sul mercato. La SEC ritenne (26 gennaio 1981, n. 17480) che l'analista finanziario avesse violato la disciplina anti-*insider trading*, poiché gli impiegati licenziati erano degli *insiders* e pertanto Dirks risultava essere un *tippee* (mentre i suoi clienti erano dei *subtippees*, «and all of them assumed a duty not to trade without disclosing»). Sul caso *Dirks v.*: MIGNOLI, *Insider trading*, 446 s.; ANGELICI, *Note in tema*, 261; MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, 219, nota 10; CARCANO, *Insider trading*, 736 s.; CASELLA, *Alcune osservazioni*, 817 ss.; CHMIEL, *The insider*, 653 s.; COX, *Insider*, 631 ss.; DAVIES, *The European Community's directive*, 100; LEHN, *Gli aspetti*, 12; SELIGMAN, *The reformulation*, 1083 ss., spec. 1085 s.; ICKLER-SCHULTZ-YATES, *Recent decision*, 145; e EASTERBROOK, *Insider*, 337 s., il quale, peraltro, ritiene che il caso *Dirks* sia emblematico del fatto che a volte l'utilizzo dell'informazione da parte dei *tippees* può essere vantaggioso e non da vietare. Infatti, per l'Autore «*Dirks's efforts were laudable*». In tema di *tippee* in Italia v. SGUBBI, *Abusi di mercato*, 10 e PEDRAZZI, *Riflessioni*, 1669 ss.

⁸⁹ Sul caso *Texas Gulf Sulphur Co. v.*: LANGEVOORT, *L'appropriazione*, 29; MACEY, *Insider*, 283; HAMILTON-MACEY, *Cases and materials*, 840 ss.; BRANSON, *SEC nonacquiescence*, 1005 s.; PICKHOLTZ, *Securities*, 6:21; con riferimento all'aspetto della forfettizzazione del risarcimento del danno, GAMBINO, *La valutazione*, 386. La *Texas Gulf Sulphur Co.* era una società in forti difficoltà economiche che, sulla soglia del fallimento, effettuò ricerche minerarie in Ontario che diedero un buon esito, in grado di risollevarne l'impresa. Alcuni *insiders* della società, subito dopo la scoperta dei giacimenti in Ontario, si affrettarono ad effettuare acquisti di azioni e di *call option* sulle azioni della società. L'orientamento che prevalse fu dell'avviso che gli *insiders* non avrebbero dovuto utilizzare a scopo personale notizie rilevanti per la realizzazione dell'interesse sociale. Secondo tale impostazione tutti gli investitori dovrebbero essere soggetti ai medesimi *market risks*, mentre le asimmetrie informative non dovrebbero essere reputate come inevitabili (MACEY, *Insider*, 283). Per la ricostruzione della vicenda *Texas Gulf Sulphur v.* anche SEMINARA, *Insider*, 98 s. Per l'individuazione delle ragioni a favore e contro l'adozione di una disciplina di repressione dell'*insider trading* v. BROMBERG-LOWENFELS, *Securities fraud*, 6:112 ss.

⁹⁰ Per un'osservazione critica sul principio *disclose or abstain* si rinvia a JAEGER, *Osservazioni a United States*, 713 s.

⁹¹ *Supreme Court of the United States*, *Chiarella v. United States*. Su tale pronuncia, *ex pluribus*: CHMIEL, *The insider*, 653 s.; COX, *Insider*, 631; DAVIES, *The European Community's directive*, 101; EASTERBROOK, *Insider*, 314 ss.; MACEY, *Insider*, 285 s.; MANN-LUSTGARTEN, *Internationalization*, 342; SHIN, *The optimal*, 52; SEMINARA, *Insider*, 103 ss.; BALLARINI, *Insider*, 1172 ss. Si trattava del caso di Vincent Chiarella, dipendente di una impresa tipografica, che era venuto in possesso, in forza delle sue mansioni, di informazioni rilevanti concernenti un *takeover*. Chiarella, pur essendo tenuto a rispettare obblighi di non effettuare *trading* e di *confidentiality*, approfittò

obbligo di *disclose or abstain* a carico di chi non ha una *fiduciary relationship* con la società *target*, le cui azioni ha negoziato⁹², e dalla quale si sviluppa – al fine di colmare le lacune lasciate da questa pronuncia – la c.d. *misappropriation theory*⁹³. Secondo tale impostazione lo sfruttamento dell'informazione *price sensitive* viene sanzionato se viene violato un precedente dovere di lealtà e riservatezza nei confronti del soggetto da cui promana la notizia, sia esso rappresentato non solo dall'emittente, ma anche dal datore di lavoro⁹⁴. La teoria si basa su un presupposto decisamente diverso da quello su cui è fondata la *disclose or abstain rule*. Nella *misappropriation theory* la frode ha rilievo non con riguardo alla persona con la quale l'*insider* negozia, ma con riferimento alla persona che ha fornito all'*insider* l'informazione⁹⁵. In risposta a tale decisione la SEC adottò la *rule 14e-3* – unico esempio di *rulemaking* della Commissione in materia di *insider trading*⁹⁶ –, secondo cui è illegale acquistare o vendere (o determinare altri all'acquisto o alla vendita) titoli che sono soggetti ad una offerta formale quando si è in possesso di informazioni rilevanti – concernenti tale

delle informazioni acquisite. Sulla vicenda Chiarella v. anche CARCANO, *Insider trading*, 733 s. e CARRIERO, *Informazione, mercato*, 58.

⁹² COX, *Insider*, 631. In tema v. anche BAINBRIDGE, *Insider trading*, 773 e STEINBUCH, *Mere thieves*, 580.

⁹³ COX, *Insider*, 633. In tema v. ABBADESSA, *Doveri di riservatezza*, 213. La *misappropriation theory* non fu presa in considerazione dalla Corte Suprema nel caso Chiarella per motivi di carattere procedurale, poiché non era stata *submitted to jury* (STEINBUCH, *Mere thieves*, 581; LANGEVOORT, *L'appropriazione*, 30, nota 8; SEMINARA, *Insider*, 115).

⁹⁴ In sostanza il dovere fiduciario (dalla cui violazione scaturisce la responsabilità per *insider trading*) non necessariamente deve essere rivolto verso la società i cui titoli sono oggetto della condotta abusiva (STEINBUCH, *Mere thieves*, 588). LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 49 sottolineano la tendenza ad un'interpretazione estensiva della *misappropriation theory*. Altra disposizione in materia di *insider trading* è la *section 16(b)* del *Securities Exchange Act*, che non consente a determinati *insiders* (*officer, director* e azionisti che detengono almeno un decimo del capitale) di eseguire operazioni di acquisto seguite da una vendita (e viceversa) nell'arco di sei mesi (v. *amplius ultra cap. III*, § 2).

⁹⁵ LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:9.

⁹⁶ La SEC ha storicamente preferito fare ricorso all'attività di *enforcement* e di *litigation* per definire l'*insider trading* per ragioni politiche, legate alla storica preferenza dell'autorità di vigilanza per la indeterminatezza della *Rule 10b-5*. La posizione dell SEC è parzialmente mutata nel 1999-2000 con l'adozione di tre specifiche *insider trading rules*: la *Rule 10b5-1* che individua lo *state of mind* che deve sussistere ai fini della individuazione di una responsabilità per *insider trading* e che detta le ipotesi di c.d. *safe harbour*; la *Rule 10b5-2* che codifica il concetto di dovere fiduciario nei casi di *misappropriation*; la *Regulation Fair Disclosure* che concerne la diffusione selettiva delle informazioni – su cui v. *ultra cap. II*, § 9 (LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 2:15). A tal proposito si deve segnalare che la SEC sta pensando di rivedere la *Rule 10b5-1*, che, fra l'altro, prevede come *safe harbour* per gli *insiders* il fatto che questi abbiano predisposto un *trading plan* prima di essere a conoscenza dell'informazione *material*. La SEC vuole evitare che il c.d. *Rule 10b5-1 trading plan* possa costituire uno schermo dietro cui mascherare attività di *insider trading* (GORMAN-MCGRATH, *What every issuer*, 121).

offerta – acquisite dal *raider* o dalla società *target* (ed a prescindere dal modo con cui sono state apprese)⁹⁷.

4. *Elementi comuni delle discipline in materia di pubblicità delle informazioni privilegiate e divieto di insider trading.* – L'impostazione prevalente negli Stati Uniti ha segnato il rifiuto delle tesi "liberiste" e l'affermazione di una tendenza di diritto positivo negli ordinamenti più evoluti volta a regolare sia la diffusione delle informazioni *price sensitive* sia il loro abusivo utilizzo. Il nostro sistema normativo non fa eccezione a questa linea.

Ciò posto, si rende necessario individuare la *ratio* delle norme che regolano la materia delle informazioni privilegiate, portando l'attenzione sulla disciplina nazionale. La questione implica in via pregiudiziale la delineazione dei rapporti fra le disposizioni in tema di diffusione e quelle in materia di divieto di abuso delle informazioni *price sensitive*.

La regolamentazione della diffusione delle informazioni privilegiate presenta un forte legame con la normativa anti-*insider trading*. Pur dovendosi considerare tale legame non inscindibile (trattandosi di complessi normativi che possono vivere autonomamente)⁹⁸ e pur reputando le due discipline come potenzialmente autonome, risulta evidente la tendenza alla reciproca integrazione. Entrambe sono preposte a determinare un clima di fiducia presso i risparmiatori in relazione all'efficienza e alla correttezza del mercato finanziario⁹⁹.

⁹⁷ Si tratta di una disposizione che sembra basarsi sulla teoria della *possession* dell'informazione (l'osservazione, di cui sono unico responsabile, è tratta da un colloquio avuto con il prof. Arthur R. Pinto presso la Brooklyn Law School). Su tale disposizione v. MACEY, *Insider*, 286; BAINBRIDGE, *Insider trading*, 775; LEHN, *Gli aspetti*, 9. V. anche la seguente pronuncia della *Supreme Court* nel caso *United States v. O'Hagan*, *June 25, 1997* (per tale pronuncia v. anche COX-HAZEN, *On Corporations*, 694; HAMILTON-MACEY, *Cases and materials*, 866 ss.; GALLI, *Insider trading: l'accoglimento*, 712 ss.).

V., però, le osservazioni di BAINBRIDGE, *Insider trading regulation*, 1603 s. (cui rinviano anche LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 47), circa la volontà della SEC negli anni ottanta di perseguire il fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate a fini pubblicitari, allo scopo di preservare il proprio *budget* in un'era di riduzione della spesa pubblica (sul punto è possibile fare riferimento anche a BAINBRIDGE, *Incorporating*, 1246 ss. e, soprattutto, a COHEN-RUBIN, *Private enforcement*, 169 s. per i quali spesso le autorità di controllo pubblico hanno come principale obiettivo la massimizzazione del proprio *budget* e non la massimizzazione dell'utile collettivo a cui sono preposte – v. anche NISKANEN, *Bureaucrats*, 618). LANGEVOORT, *Rereading*, 1329, più in generale, rimarca l'utilizzo a fini politici da parte della SEC dell'attività anti-*insider trading*, allo scopo di conseguire visibilità e sostegno (anche se negli ultimi tempi non sembra che l'operato della SEC abbia recato grande lustro alla sua immagine: è sufficiente fare riferimento al caso Madoff e alla autocritica della Autorità circa il suo fallimento nell'indagine, su cui v. *New York Times*, september 2, 2009).

⁹⁸ E seppure non garantendosi con la disciplina di divieto dell'*insider trading* alcuna trasparenza informativa al mercato, poiché nessuna disposizione di tale disciplina impone all'*insider* di rendere pubblica l'informazione riservata in suo possesso (COSTI, *Il mercato mobiliare*, 294).

⁹⁹ V. LENER, *La diffusione*, 143 s. BUONOCORE, *Contratto e mercato*, 390, sottolinea che la trasparenza e la correttezza rappresentano le linee portanti della nostra disciplina in materia di

I segnali di avvicinamento delle discipline sono divenuti ancora più marcati nel nostro ordinamento dopo che sul contesto normativo tracciato dalla legge del 17 maggio 1991, n. 157 (che derivava dalla direttiva del 1989) si sono innestati il t.u.f. 58/1998 e le sue successive modifiche¹⁰⁰.

Mentre l'intervento del 1998 lasciava emergere un problema di coordinamento tra la disciplina relativa agli obblighi di comunicazione al pubblico e quella concernente il divieto di *insider trading* (considerato che l'art. 114 t.u.f. [v.t.], nell'imporre gli obblighi di diffusione per le informazioni *price sensitive*¹⁰¹, non faceva riferimento alcuno alla nozione di informazione "privilegiata"

mercati finanziari. La presenza sul mercato di soggetti *insider* che realizzano operazioni senza alcun tipo di rischio finirebbe per minare tale affidamento (v. su quest'ultimo punto anche BARTULLI, *Insider trading*, 112; sulla rilevanza della disciplina di repressione dell'*insider trading* nella creazione di un mercato connotato da un clima di fiducia v. BARTALENA, *Insider trading* (voce), 410). FR. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, 753, precisa che l'art. 114 t.u.f. si pone come "contrappunto speculare" della disciplina di repressione dell'*insider trading*. Presso la dottrina americana si afferma che in un sistema con «*anti-fraud rule but no mandatory disclosure system, firms could remain silent with impunity*»: EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory*, 680. Si fa inoltre presente da parte di SEPE, *Nuovi profili*, 3 (ID., *Profili evolutivi*, 752), che la disciplina non è meramente sanzionatoria dei comportamenti abusivi, ma vuole evitare che tali comportamenti si verifichino, attraverso un meccanismo di profilassi costituito dalla preventiva diffusione delle informazioni privilegiate.

¹⁰⁰ La disciplina in materia di informazioni privilegiate e obblighi di comunicazione prende l'avvio nel nostro ordinamento con la legge n. 157/1991 che ha introdotto sia gli obblighi per gli emittenti di informare il mercato sia il reato di *insider trading* (v. in tema VENAFRO, *Il nuovo oggetto*, 948). In particolare l'art. 6 prevedeva per la Consob il compito di stabilire, con regolamento, le modalità, i termini e le condizioni dell'informativa al pubblico su tutte le notizie, i fatti, le statistiche e gli studi concernenti le società quotate e le loro controllanti, controllate o comunque collegate, ancorché non quotate, che avessero un interesse per i soci, per i risparmiatori e per il corretto funzionamento del mercato. Sull'introduzione di tale disciplina nel nostro ordinamento v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 289; SEPE, *Nuovi profili*, 3; ID., *Profili evolutivi*, 753; DI BRINA, *Il divieto*, 425 ss.. La legge 157/1991 ha il proprio punto di riferimento a livello comunitario nella direttiva 152/89 del 13 novembre 1989, su cui v. AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 74 ss.; AS. DI AMATO, *Insider*, 678; SCHÄFER-OTT, *Economic*, 357 ss.; CARCANO, *La direttiva*, 1026 ss.; GODANO, *La direttiva*, 42 ss.; SOLIMENA, *La direttiva*, 1054 ss., spec. 1064; MAZZA, *La repressione*, 694 (che si riferisce al progetto di direttiva). In effetti, una primissima disciplina venne dettata con l'art. 15 del d.lgs. n. 136 del 31 marzo 1975 con cui si faceva divieto agli amministratori ed ai dipendenti della società di revisione di servirsi di notizie avute a causa della loro attività, relative alla società assoggettata a revisione (si trattava di delitto punibile a querela della società cui si riferivano le notizie utilizzate o comunicate: v. LINCiano-MACCHIATI, *Insider trading*, 97). Si deve tenere in considerazione, infine, che il fenomeno dell'*insider trading* ha radici ben lontane nel nostro sistema. È sufficiente pensare all'aiuto dato dalla Comit all'inizio del secolo scorso all'allora presidente della società "Terni", il quale aveva con tale appoggio speculato sul titolo della stessa società (peraltro con esiti infausti per la società e per la borsa di Genova su cui il titolo era negoziato: BONELLI, *La crisi del 1907*, 21, nota 13, richiamato da LINCiano-MACCHIATI, *Insider trading*, 61).

¹⁰¹ L'imposizione di obblighi di *disclosure* in capo agli emittenti quotati ed ai soggetti che li controllano è espressione di una prospettiva ben lontana da quella della legge 216 del 1974, il cui art. 3 si limitava all'attribuzione di un potere di richiesta di informazione alla Consob (su tale disposizione v.: LIBONATI, *L'informazione*, 1023 s.; PISCITELLO, *Art. 114*, 950; GUGLIEMUCCI, *Informazione societaria*, 891 s.; CERA, *La riforma della Consob*, 1287; GUARRACINO, *Art. 114*,

utilizzata dall'art. 180, comma 3, t.u.f. [v.t.])¹⁰², l'attuale disciplina ha in parte fugato tali incertezze avendo sostanzialmente unificato la nozione di informazione rilevante nei due ambiti normativi¹⁰³. L'art. 114 t.u.f. adesso rinvia proprio all'art. 181 t.u.f. che detta la nozione di informazione privilegiata avente rilievo ai fini dell'individuazione del relativo abuso.

Le due fattispecie, pur facendo riferimento entrambe alle “informazioni privilegiate”, mantengono peraltro un certo margine, sia pure minimo, di diversità, poiché mentre l'art. 114 t.u.f. impone l'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate che riguardano *direttamente* gli emittenti e le società controllate, l'art. 181 t.u.f., invece, fa riferimento alle informazioni privilegiate che riguardano *direttamente e indirettamente* l'emittente¹⁰⁴. Inoltre, mentre l'art. 181 t.u.f. fa riferimento alle informazioni privilegiate concernenti uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, l'art. 114 t.u.f. prende in considerazione le informazioni privilegiate di cui all'art. 181 t.u.f. che riguardano direttamente detti emittenti e *le società controllate*¹⁰⁵.

1059; CHIAPPETTA-TOFANELLI, *Informazione*, 53 ss.). Con il t.u.f. si è adottata un'impostazione tendente a realizzare un sistema di informazione continua, cercando «in tal modo di raggiungere il massimo della “trasparenza”»: ANGELICI, *Note in tema*, 267. Sulla introduzione di obblighi di informazione continua con l'art. 6, comma 1, legge n. n. 157 del 1991 e con il regolamento Consob 5553 del 1991 v. ANNUNZIATA, *Insider trading*, 305 ss., (il quale sottolinea la formulazione in termini più generici di questa disposizione rispetto all'art. 114 t.u.f.); BLANDINI, *Società quotate*, 298; P. CARBONE, *Il ruolo della Consob*, 664 ss.; GALLI, *Insider trading: un primo*, 965 s.; RISTUCCIA, *Diffusione*, 1692.

L'art. 116, comma 1, t.u.f. estende l'applicazione dell'art. 114 t.u.f. (con l'eccezione del comma 7) agli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante (v. RIGHINI, *La disciplina*, 30). Il comma 2-bis dell'art. 116 t.u.f. (introdotto dal d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101) prevede l'applicazione degli articoli 114 – ad eccezione del comma 7 – e 115 t.u.f. agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione (che presentino le caratteristiche fissate dalla Consob) ed a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente.

¹⁰² In relazione ai dubbi circa i rapporti tra le due discipline v. CARRIÈRE, “*Merger & acquisition*”, 31. Per un esame degli obblighi informativi antecedenti alla riforma del 1998 v. COSTI, *Società mercato*, 175 ss.

¹⁰³ Sulla base della direttiva 6/2003 che ha adottato un'unica definizione per entrambi gli aspetti: ESME, *Report on Market abuse*, 5 – l'*European Securities Markets Expert Group* ha il compito di assistere la Commissione al fine di controllare come sono state praticamente applicate le direttive dell'Unione Europea e di proporre eventuali cambiamenti qualora rilevi disparità di regolamentazione o di funzionamento dei mercati.

¹⁰⁴ Sul punto CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, 324 e PEDERZINI, *Art. 181*, 1029.

¹⁰⁵ Circa la non coincidenza delle fattispecie si vedano PEDERZINI, *Art. 114*, 978 e 980 e SGUBBI, *Le disposizioni generali*, 12. V. *amplius ultra*, cap. II, § 3, con riferimento alla possibilità di ipotizzare, *ex combinato disposto* degli artt. 1 e 2 della direttiva 124/2003, differenti ambiti di applicazione della disciplina della *disclosure* delle informazioni privilegiate e della disciplina anti-*insider trading* con riguardo ad eventi che non si sono ancora verificati.

Infine, è da tenere in considerazione che in presenza di informazioni privilegiate l'obbligo di *disclosure* è ineludibile (salvo le eccezioni previste dall'art. 114 t.u.f. e che si analizzeranno in seguito), mentre non è possibile affermare che in presenza di utilizzo di un'informazione privilegiata si versi necessariamente nell'ambito di applicazione della disciplina repressiva dell'*insider trading*. Si è, infatti, esclusa da parte della Corte di Giustizia UE e da parte della BaFin la ricorrenza dell'abuso di informazioni privilegiate allorché le informazioni vengono utilizzate da parte dell'*insider* per realizzare operazioni di *trading* con altro soggetto egualmente informato¹⁰⁶.

Tuttavia, nonostante questo parziale disallineamento¹⁰⁷, risulta convincente ritenere che siano ravvisabili elementi di comunanza con riguardo alla *ratio* sottostante ad ambedue i complessi normativi.

5. (Segue). *La ratio della disciplina positiva delle informazioni privilegiate.*

– La disciplina – della *disclosure* e dell'abuso – delle informazioni privilegiate è influenzata in maniera sostanziale dal ruolo che si attribuisce all'informazione e al suo utilizzo. In particolare, se si sposa la tesi per la quale le conseguenze dell'uso privato dell'informazione sono positive, risulta possibile assegnarne la titolarità esclusiva alla società e si può riconoscere protezione al diritto di riservatezza¹⁰⁸. In questa ottica la società costituirebbe soggetto potenzialmente danneggiato dall'*insider trading* nella forma del nocumento alle sue strategie ed alla loro segretezza. Se, invece, si reputa che la notizia privilegiata sia un bene non privato ma accessibile a tutti (essendo altrimenti prevalenti gli effetti negativi), un "bene pubblico" (*rectius*, un "bene destinato al pubblico"), allora le misure disponibili per il legislatore possono andare dagli obblighi di pubblicità al divieto di *insider trading*¹⁰⁹.

Al rigetto dell'opinione favorevole all'utilizzo indiscriminato dell'informa-

¹⁰⁶ Si veda in tal senso Corte di Giustizia UE, 10 maggio 2007, causa C-391/04 (spec. punti 39 e 44). Si trattava del caso di più *insiders* che avevano concordato di effettuare tra loro transazioni di borsa su valori mobiliari della loro società al fine di sostenerne artificialmente il corso. Secondo la Corte di Giustizia UE questi *insiders* «dispongono di un'informazione privilegiata che però non sfruttano consapevolmente quando realizzano le dette transazioni». Parere analogo ha espresso la *Danish financial Supervisory Authority* nel 2004 (riferimenti in HANSEN-MOALEM, *Insider dealing*, 971). In materia anche la BAFIN, *Emittentenleitfaden*, III. 2.2.1.4.2. ha espresso identico convincimento con riguardo alle negoziazioni di pacchetti azionari realizzate al di fuori del mercato, nelle quali l'acquirente e l'alienante – a seguito di una *due diligence* – hanno le medesime informazioni (in tema di *due diligence* v., però, *amplius ultra*).

¹⁰⁷ Su cui v. anche ANNUNZIATA, *Abusi*, 8.

¹⁰⁸ Sul problema della titolarità dell'informazione e sul connesso tema della utilizzabilità dell'informazione da parte di chi la crea v. EASTERBROOK, *Insider*, 310. PARDOLESI-MOTTI, "L'idea", 349, nutrono la convinzione che la titolarità dell'informazione spetti proprio alla società e che questa sia l'unica danneggiata dall'*insider trading*.

¹⁰⁹ LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 22 s.

zione privilegiata afferente ad una società quotata consegue l'opposta tesi del carattere pubblico dell'informazione stessa.

Sorge, quindi, l'esigenza di individuare quali siano gli interessi che si vogliono tutelare con la disciplina che impone la diffusione delle informazioni privilegiate e con il divieto del loro abusivo utilizzo.

Secondo un orientamento abbastanza diffuso l'interesse primario tutelato risiederebbe nell'intento egualitario volto a garantire una parità potenziale di opportunità di investimento (e di disinvestimento) per gli investitori¹¹⁰. In effetti la disciplina sulla *disclosure* delle informazioni privilegiate (così come quella di repressione dell'*insider trading*) è volta non tanto a garantire un'impossibile eguaglianza fra i vari operatori del mercato¹¹¹, quanto ad evitare che le inevitabili disuguaglianze si traducano in comportamenti riprovevoli e complessivamente dannosi per il mercato, poiché idonei ad incrinare la fiducia dei risparmiatori nello stesso e nella regolarità delle negoziazioni¹¹², cagionando così una riduzione dell'afflusso di capitali¹¹³, se non addirittura un deflusso¹¹⁴. In tal senso si può parlare di passaggio dalla teoria del *market egalitarianism* a quella di tutela dell'integrità del mercato.

Si vuole, innanzitutto, salvaguardare l'afflusso di capitali al mercato e se ne vuole garantire una sufficiente liquidità (cosa possibile solo se i risparmiatori hanno fiducia nella trasparenza del mercato e nella sua capacità di riflettere cor-

¹¹⁰ Il *market egalitarianism* è frutto anche della concezione dell'informazione come "bene pubblico", secondo la quale l'informazione è considerata alla stregua di una risorsa infinita che dovrebbe essere condivisa nella maniera più ampia e egualitaria possibile (KRAWIEC, *Fairness*, 453). In tema di *market egalitarianism* v. GALLI, *Insider trading: l'inizio*, 217, il quale, a commento della prima sentenza italiana di condanna per *insider trading* operato in prossimità della fusione fra due società (Trib. Roma, 15-23 maggio 1996, 207 ss., su cui v. anche le riflessioni di FRIGNANI, *I primi orientamenti*, 1119 s. e GIOIA, *Tutela*, 104), sostiene che la *ratio* della normativa è costituita dall'esigenza di evitare le scorrettezze che determinano situazioni di disuguaglianza fra investitori. Per altre pronunce in tema di repressione penale dell'*insider trading* v.: Trib. Milano, 25 ottobre 2006, 76; Trib. Siracusa, 10 aprile 1997, 319 con commento di SEMINARA, *Il reato*, 322; Trib. Milano, 30 ottobre 1999, 255, con commento di GIAVAZZI, *Un'assoluzione*, 255 (in dottrina di recente MONTICELLI, *Norma di coordinamento*, 444 ss.).

¹¹¹ Si veda sul punto l'opinione di COSTI, *Gli interessi*, 378 e ID., *Il mercato mobiliare*, 294, in relazione alla impossibilità di instaurare una parità di accesso alle informazioni ed alla inevitabilità delle asimmetrie informative. In senso parzialmente difforme v. CRESPI, *Insider trading*, 1675, il quale, prendendo a spunto i lavori preparatori della legge n. 157/1991, reputa che la disciplina in questione sia volta a tutelare la *par condicio* tra tutti coloro che operano sui mercati finanziari. Anche MEO, *Le società*, 302, sembra ritenere che la *ratio* della disciplina sia quella di assicurare la parità di trattamento.

¹¹² V. in tal senso ERMETES, *Art. 180*, 980 s.

¹¹³ Sul punto v. MIGNOLI, *Riflessioni*, 302.

¹¹⁴ Le norme in materia di informazioni privilegiate e quelle, in particolare, di *insider trading* sono per COSTI (*Gli interessi*, 379) *norme-manifesto*, che hanno il compito di convincere il risparmiatore circa l'affidabilità e la correttezza del mercato e del suo funzionamento. V. anche ID., *Informazione*, 218 s.

rettamente il reale valore dei titoli)¹¹⁵. È sì vero che il raggiungimento di tale scopo passa attraverso il riconoscimento agli investitori di una parità potenziale di *chances* e la difesa della loro fiducia¹¹⁶, ma si tratta appunto di un mezzo funzionale alla realizzazione di uno scopo che va al di là dell'egalitarismo. La difesa della credibilità del mercato (e quindi della sua efficienza) risulta pertanto mediata dall'egalitarismo potenziale (*rectius*, astratto)¹¹⁷. Ciò non importa, però, che la violazione dell'egalitarismo potenziale non abbia rilievo sotto il profilo civilistico¹¹⁸.

In secondo luogo, le disposizioni in tema di *disclosure* obbligatoria delle informazioni privilegiate e di divieto del loro sfruttamento hanno il fine di tutelare la reputazione dei mercati finanziari e di promuoverne l'efficienza nell'allocatione dei capitali¹¹⁹. Maggiore è la consapevolezza degli investitori in relazione alle qualità specifiche e reali degli investimenti effettuabili e migliore sarà l'allocatione delle risorse sul mercato, con conseguente aumento dell'afflusso di capitali alle imprese e riduzione del loro costo¹²⁰.

La concreta realizzazione di una prospettiva di *market egalitarianism* non può costituire la *ratio* della normativa sulla diffusione obbligatoria delle informa-

¹¹⁵ In tal senso e per una critica al principio del *market egalitarianism*, da intendersi come *ratio* utopistica della disciplina anti-*insider trading*, v. SEMINARA, *Articolo 180*, 1452; ID., *Gli interessi*, 350 ss., spec. 355 s. Sulla stessa linea si pone MARCHETTI, *Profili*, 146, allorché evidenzia che la *ratio* della disciplina repressiva dell'*insider trading* consiste nell'idea che sia necessario evitare utilizzazioni asimmetriche delle informazioni *price sensitive* al fine di garantire il corretto funzionamento del mercato. Al contempo, però, l'Autore rimarca che l'*egalitarianism potenziale* nell'accesso alle informazioni non implica un *egalitarianism sostanziale* di tipo allocativo.

¹¹⁶ In questo senso spiegandosi anche la disciplina di repressione penale dell'*insider trading*: BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, 704.

¹¹⁷ Infatti, per COSTI, *Il mercato mobiliare*, 295, si deve riconoscere che la necessità di tutelare il mercato e la sua efficienza spingono affinché sia vietato il fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate, onde consentire ai risparmiatori di «credere che le contrattazioni sul mercato regolamentato avvengono "lealmente", senza posizioni di privilegio». La difesa della credibilità del mercato è la vera giustificazione, secondo l'Autore, della disciplina anti-*insider trading*. Lo stesso Costi esclude che la disciplina protegga la società emittente (considerato che il pregiudizio subito dalla stessa non rappresenta un presupposto per la punibilità del comportamento dell'*insider* e tenuto presente che il consenso della società non sarebbe sufficiente per esonerare l'*insider* dalla sanzione), o il contraente debole (dal momento che la sanzione dell'*insider trading* non attribuisce alcuna ulteriore informazione all'investitore disinformato).

¹¹⁸ V. *ultra*, cap. III.

¹¹⁹ FOX, *Securities*, 2628.

¹²⁰ CASSOTTANA-NUZZO, *Lezioni*, 186. Inoltre, in assenza di un sistema che imponga regole di pubblicità obbligatoria delle informazioni privilegiate gli emittenti tenderebbero ad occultare o distorcere le informazioni rilevanti per gli investitori e si determinerebbero situazioni di eccesso di "retribuzione" per gli *insiders*. Per tali valutazioni v. SELIGMAN, *The historical*, 9 ss., il quale individua almeno un'altra ragione per la quale il sistema normativo dei mercati finanziari necessita di regole che impongono la diffusione delle informazioni privilegiate: senza un sistema di *disclosure* obbligatoria le sanzioni civili o penali non sarebbero in grado di assicurare un adeguato livello di *corporate disclosure*.

zioni privilegiate e della disciplina anti-*insider trading* perché tale uguaglianza costituisce una chimera¹²¹. Il vero scopo della disciplina è la eliminazione delle ipotesi che possono determinare lo sfruttamento di una situazione di vantaggio informativo che porta ad investimenti senza rischi (*rectius*, senza i rischi cui sono esposti tutti gli altri investitori)¹²² e che mina la fiducia degli investitori cagionando una potenziale riduzione dell'afflusso di capitali al mercato.

Non imporre la diffusione delle informazioni privilegiate e non reprimere l'*insider trading* costituisce un rischio per il sistema, perché si potrebbe avere un aumento del costo del capitale per la richiesta da parte degli investitori (o dei cc.dd. *market makers*) di un premio più elevato (ossia di una differenza maggiore fra prezzo di acquisto e prezzo di vendita): è come se tutti gli investimenti o disinvestimenti sul mercato regolamentato subissero una "tassazione"¹²³. I *market makers* e gli investitori, in presenza di asimmetrie informative più o meno certe (e quindi in presenza di un grado di probabilità più o meno elevato di sfruttamento delle informazioni privilegiate), sono portati a chiedere uno sconto per l'acquisizione di azioni¹²⁴, con conseguente riduzione del valore dei titoli e aumento per gli emittenti del costo del capitale e con riduzione degli investimenti e conseguente indebolimento della crescita economica complessiva¹²⁵.

6. *Autodisciplina vs. disciplina positiva delle informazioni privilegiate. Dimensione transnazionale del problema.* – La materia delle informazioni privilegiate si caratterizza per una marcata presenza di norme di provenienza autodi-

¹²¹ V. BARTALENA, *L'abuso*, 87 s.; ID. *Insider trading* (voce 2), 403; GALLI, *Insider trading: l'accoglimento*, 733, nota 98. Per questo motivo negli Stati Uniti si è parlato di "utopian dream of information parity among investors" (COX, *Insider*, 631). Sembra, invece, riferirsi al *market egalitarianism* come *ratio* della disciplina anti-*insider trading* REBOA, *Il consiglio*, 821.

¹²² BARTALENA, *Art. 180*, 1993.

¹²³ Il termine, che rende bene l'idea dell'incidenza negativa dell'abuso di informazioni privilegiate, è ripreso dal saggio di KING-ROELL, *Insider trading*, 169.

¹²⁴ V. KRAAKMAN, *The legal theory*, 48, (secondo il quale gli *outsiders* svalutano i titoli perché vanno incontro a sicuri costi derivanti dall'attività di *trading* degli *insiders*) e LINCIANO-MACCHIATI, *Insider*, 14.

¹²⁵ SCHMIDT, *Insider*, 25. GAMBINO, *La valutazione*, 383 sottolinea che per effetto dell'*insider trading* si possono determinare fenomeni di disaffezione degli investitori e di riduzione della negoziabilità del titolo che «comportano tipicamente, nel più lungo periodo, un maggior costo del finanziamento con mezzi propri». V. in tema di aumento del costo del capitale AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 414 e SEPE, *Nuovi profili*, 2. Per BARUCCI-FARALLI, *Una metodologia*, 523, l'utilizzo di informazioni privilegiate può generare un ulteriore collegato pericolo, quello della *adverse selection*. La percezione del rischio di partecipare ad uno scambio con un *insider* può spingere gli investitori non informati a non operare. Anzi, maggiore sarà il grado di asimmetria, e tanto più diminuirà il livello dei volumi. All'inverso, evidentemente, la *financial transparency* crea benefici agli emittenti, che possono domandare prezzi più elevati in sede di collocamento dei loro strumenti finanziari proprio in forza del buon funzionamento del mercato (v. WILLIAMS, *The Securities*, 1305).

sciplinare, la cui importanza (ma anche la non totale sufficienza¹²⁶) è stata rimarcata in dottrina. In particolare nel sistema italiano si fa riferimento al codice di autodisciplina delle società quotate che raccomanda (punto 4.c.1) agli emittenti di dotarsi di adeguate procedure interne per la gestione in forma riservata e sicura delle informazioni privilegiate¹²⁷.

Il rilievo del ruolo dell'autodisciplina è ribadito dal fatto che il legislatore italiano demanda compiti specifici in materia alla società di gestione del mercato. Infatti, l'art. 64, comma 1, lett. *-bis*), t.u.f. prevede espressamente che la società di gestione del mercato (cui, *ex art.* 113-*ter* t.u.f., le informazioni *privilegiate*¹²⁸ devono essere comunicate) deve adottare le disposizioni e gli atti necessari a prevenire e identificare abusi di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato (al fine di effettuare le opportune segnalazioni delle operazioni sospette) e può, *ex art.* 67 reg. emittenti, stabilire il contenuto minimo dei comunicati e modalità particolari di rappresentazione delle informazioni con riferimento a specifiche tipologie di fatti.

L'importanza dell'autodisciplina trova riscontro anche a livello comparatistico.

Negli U.S.A. è stato evidenziato il ruolo centrale del *New York Stock Exchange*, che costituirebbe l'istituzione in grado di controllare meglio l'attività di *trading* degli *insiders*, monitorando in particolare i comportamenti anomali sintomo di abuso di informazioni privilegiate¹²⁹.

La rilevanza dell'autodisciplina è ulteriormente confermata dal ruolo che essa ha avuto in Gran Bretagna e in Germania.

In Gran Bretagna, infatti, le disposizioni autodisciplinari in tema di informazioni privilegiate e di loro *disclosure* sono state in grado di anticipare il legislatore. Nel 1980 il Parlamento inglese ha disciplinato l'informazione continua al mercato da parte degli emittenti percorrendo una strada battuta da tempo dallo

¹²⁶ BARTALENA, *L'abuso*, 80. Anche ZINGALES, *The costs*, 17 ritiene che «*it is very difficult for a selfregulator to discipline powerful insiders*». Per un approccio tendente a incrementare la trasparenza attraverso *voluntary corporate governance codes* v., con riferimento ai paesi della zona asiatica, NOWLAND, *The effect*, 475.

¹²⁷ In tema CHIAPPETTA, *Diritto*, 2 ed., 425 ss. Per un commento critico su tali disposizioni, nella versione antecedente a quella del 2006, v. LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 165, nota 15.

¹²⁸ *Rectius*, nell'ottica dell'art. 113-*ter* t.u.f., *regolamentate* (per informazioni regolamentate si intendono quelle che devono essere pubblicate dagli emittenti quotati, dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine o dai soggetti che li controllano, ai sensi delle disposizioni contenute nel presente Titolo, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-*bis*, II e V-*bis*, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari ritenute equivalenti dalla Consob). Tale articolo è stato inserito dall'art. 1 del d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, di recepimento della Direttiva 109/2004/CE (c.d. Direttiva *Transparency*): indicazioni in FERRARA jr.-CORSI, *Gli imprenditori*, 906; PARALUPI, *La disciplina dell'informazione*, 301; RIGOTTI, *Schema*, 1189 ss.; SOTTORIVA, *La nuova informativa*, 534.

¹²⁹ B. BLACK, *The legal*, 811. In tema di impegno dello *stock exchange* è utile rinviare a CHEFFINS, *Does law matter*, 30.

Stock Exchange. Già dagli anni cinquanta le *Exchange's listing rules* avevano obbligato le società quotate a diffondere le informazioni relative ai cambiamenti più importanti concernenti l'attività societaria, includendo anche le informazioni necessarie per evitare il formarsi di un mercato artificialmente "gonfiato" dei titoli delle società¹³⁰.

Anche in Germania l'autodisciplina ha rivestito un ruolo tutt'altro che marginale. In tale Paese, infatti, il legislatore è intervenuto solo nel 1993. Prima di allora il settore delle informazioni privilegiate era regolato dalle c.d. *Insider-Regeln* emanate dalla *Borsensachverständigenkommission*, costituita nel 1968, da intendersi come raccomandazioni non vincolanti (e non, quindi, come norme giuridiche)¹³¹. Tali *Regeln* sono state poi modificate nel 1988, con distinta indicazione: delle direttive per le transazioni degli *insiders*; delle regole di comportamento per gli intermediari e per i consulenti; e del regolamento di procedura¹³².

Il rilievo dell'autoregolamentazione non deve essere, però, enfatizzato. Le

¹³⁰ CHEFFINS, *Does law matter?*, 33 s. Si veda in merito GOWER, *The principles of modern Company Law*, London, 1954, 437 s. In relazione alla disciplina attuale di diffusione obbligatoria delle informazioni, *via the Regulatory Information Service*, che siano di non pubblica conoscenza, precise, *price-sensitive* e *relate to qualifying investments* v. RIDER-ALEXANDER-LINKLATER-BAZLEY, *Market abuse*, 233 s.

¹³¹ BHATTACHARYA-DAOUK, *The world price*, 75 sottolineano il ritardo dei paesi europei e della Germania in particolare, nell'adozione di un sistema normativo anti-*insider trading* (in tal senso si esprimono sul sistema tedesco anche HANSEN-MOALEM, *Insider dealing*, 977). Per le origini nell'autoregolamentazione della disciplina anti-*insider trading* in Germania v. HEINSIUS, *The Federal Republic*, 1 ss.; ULMER, *L'"insider trading"*, 1331 ss.; ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, 1090; CORAPI, *Inside information*, 696 s.; CONTI, *La disciplina*, 202; CARRIERO, *Informazione*, 97 ss.; incidentalmente STOKES, *Book review*, 331. Sulle c.d. *Insider-Regeln* emanate dalla *Borsensachverständigenkommission*, costituita nel 1968 v. THOMA-BERCK, *Germany*, 79; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 54; SCHWARZE, *The european insider*, 151; HOPT, *Norme etiche*, 1046 ss., che, a 1061, critica fortemente l'efficacia repressiva di regole affidate all'elaborazione derivante dall'autodisciplina. In relazione alle distinzioni fra *insiders* in Germania v. SCHMIDT, *Disclosure*, 338, nota 1. Circa la tipologia di sanzioni applicabili in Germania v. i §§ 37b, 37c, 38 e 39 del *Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG, come modificato dal AnSVG nel 2004 – (ASSMANN-SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, sub §§ indicati; BRELLOCHS, *Publizität und Haftung*, 144 ss.; GEHRMANN, *Das versuchte Insiderdelikt*, 223 ss.; incidentalmente HERBOLD, *Das Verwendungsmerkmal*, 97; FERRARINI, *Securities*, 265, nota 121). In relazione alla disciplina dell'informazione continua in Germania ed alla attuazione della direttiva sull'*insider trading* in questo Paese con il WpHG (spec. § 15) si può rinviare a BACHMANN, *Kapitalmarktpublizität*, 331 ss.; EICHNER, *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität*, 19 ss.; HEINZE, *Der Schadenersatzanspruch*, 427 ss.; KRAUSE, *The German*, 555 ss.; PFEIL, *Finanzplatz*, 137 ss.; ZIMMER, *Die Selbstbefreiung*, 669 ss.; SANGIOVANNI, *L'informazione*, 582 ss.; ID., *L'attuazione*, 540 ss.

¹³² PORTALE, *La disciplina dell'insider*, 309. Attualmente in Germania disposizioni autoregolamentari in materia di diffusione delle informazioni privilegiate sono rinvenibili nel § 6.1 (secondo cui gli amministratori devono senza indugio diffondere le informazioni privilegiate, salva l'esistenza di cause legittime di ritardo) e nel § 6.8 (secondo cui le informazioni devono essere rese pubbliche attraverso il sito *internet* della società) del *Deutscher Corporate Governance Kodex*.

disposizioni autodisciplinari hanno avuto e mantengono un ruolo non marginale nell'evoluzione del settore, ma presentano un limite di non poco rilievo: la mancanza della sanzione (che viene avvertita in maniera più drammatica proprio nelle situazioni di crisi, quale quella attuale, in cui è più facile che si verifichino episodi di *tradimento* delle regole autoregolamentari¹³³). Inoltre, le regole autodisciplinari costituiscono espressione di una tendenza liberista che ha manifestato nel recente passato capacità di destabilizzazione del mercato, «rilanciando la necessità dell'intervento pubblico»¹³⁴.

In dottrina si è efficacemente affermato che in assenza di un sistema normativo che imponga un meccanismo di “trasparenza” obbligatoria, le disposizioni emanate da enti privati (come il *New York Stock Exchange*) non possono da sole assicurare il livello ottimale di *corporate disclosure*¹³⁵. L'autodisciplina, pur essendo stata importante nell'anticipare i tempi e nel colmare i vuoti lasciati dai legislatori, non è in grado di supplire totalmente alle disposizioni di diritto positivo¹³⁶ in un settore come quello delle informazioni privilegiate ove si pongono rilevanti problemi di *enforcement* che hanno spinto i legislatori all'adozione di sistemi sanzionatori di tipo penale/amministrativo.

Inoltre, la dimensione europea dei problemi in questione induce a ritenere preferibile l'intervento del legislatore, comunitario, onde armonizzare il settore. Questa esigenza traspare già dal considerando 41 della direttiva 6/2003 sugli abusi di mercato secondo cui, poiché l'obiettivo di prevenire gli abusi di mercato sotto forma di *insider trading* non può essere sufficientemente realizzato dai singoli Stati membri e può essere concretizzato meglio a livello comunitario, l'Unione Europea può intervenire, sulla base del principio di sussidiarietà (sancto dall'art. 5 del trattato)¹³⁷.

È necessario, infatti, tener presente che le condotte rilevanti (ai fini che qui importano) possono essere realizzate in uno o più Stati diversi da quelli del mercato interessato e che i soggetti (attivi e passivi) potrebbero operare in Stati e nell'ambito di ordinamenti differenti¹³⁸. Inoltre, l'armonizzazione legislativa

¹³³ VISENTINI, *Le nuove frontiere*, 604.

¹³⁴ G. ROSSI, *Crisi del capitalismo*, 933.

¹³⁵ SELIGMAN, *The historical*, 9 e 53 ss. V. ROJO, *La protección*, 27 ss. per l'analisi dell'abbandono negli U.S.A. delle prospettive di autodisciplina (a favore di un sistema maggiormente imperativo) con il Sarbanes-Oxley Act del 2002.

¹³⁶ In questo senso si esprime anche RORDORF, *Importanza*, 774. Ad esempio, i *listings requirements* del N.Y.S.E. non sono azionabili in una *private litigation* (osservazione, di cui sono unico responsabile, tratta da un colloquio avuto con il prof. Arthur R. Pinto).

¹³⁷ Circa l'evoluzione della disciplina comunitaria in tema di informazioni privilegiate v. LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 70 ss. Per le origini della disciplina comunitaria e per le esigenze che hanno condotto all'adozione di una disciplina europea v. le osservazioni di WELTER, *Ragioni*, 93 ss., spec. 97 s.

¹³⁸ Circa questi aspetti v. HIRSCH, *International enforcement*, 377 ss.

del settore in esame, caratterizzato da una dimensione fortemente transnazionale, è funzionale alla riduzione dei costi di transazione e consente agli investitori di poter più agevolmente valutare *ex ante* l'impatto degli abusi di mercato sui loro investimenti¹³⁹.

7. *La disciplina delle informazioni privilegiate ed i suoi corollari. Le ricadute degli obblighi di divulgazione sulla corporate governance.* – La individuazione della *ratio* della disciplina inderogabile delle informazioni privilegiate nell'esigenza di tutelare il mercato (*rectius*, la sua liquidità e la sua efficienza allocativa¹⁴⁰) comporta una serie di corollari.

La tutela dell'efficienza informativa ed allocativa del mercato incide sulla posizione tanto dei soggetti che ad esso si rivolgono per investire le proprie risorse, quanto di quelli che vi si rivolgono per acquisire risorse finanziarie.

È da escludere, innanzitutto, che la predetta *ratio* della disciplina non consenta, nel caso di violazione della normativa, l'individuazione di danni in capo agli investitori. Anzi, è proprio il mancato rispetto delle disposizioni in materia di *disclosure* delle informazioni privilegiate che genera quelle carenze informative che portano ad inefficienze allocative dei capitali con conseguente produzione di danni per gli investitori¹⁴¹.

La difesa dell'efficienza (dal punto di vista informativo, allocativo e di liquidità) del mercato come regolato e irregimentato dal legislatore si riflette anche sulle società che ad esso si rivolgono per ottenere mezzi finanziari. In primo luogo, le società traggono vantaggio dalla efficienza del mercato e dalla sua liquidità: la diffusione delle informazioni privilegiate consente alle società di preservare intatta la propria capacità di fare appello al pubblico risparmio. Al contempo la violazione delle disposizioni pubblicitarie comporta un danno all'immagine dell'ente che si riflette sull'appetibilità dei suoi titoli e sulla capacità di fare ricorso al mercato dei capitali.

Inoltre, la disciplina dell'informazione continua, pur essendo una disciplina di mercato¹⁴², implica un ruolo attivo degli enti che si rivolgono allo stesso con lo scopo di raccogliere direttamente mezzi finanziari (sotto forma di capitale di

¹³⁹ FERRARINI, *La nuova disciplina*, 50 s. G. ROSSI, *Crisi del capitalismo*, 935 s. ha messo in luce la difficoltà di introdurre una disciplina internazionale dei mercati finanziari, in ragione della resistenza che i singoli Stati oppongono alla riduzione della loro sovranità.

¹⁴⁰ La liquidità del mercato sembra essere messa a repentaglio anche dall'introduzione degli internalizzatori sistematici, che drenano ordini dal mercato (per lo stadio del dibattito sul punto v.: FERRARINI-RECINE, *The MiFid and internalisation*, 238; GOBBO, *MIFID's systematic internalisation*, 63 ss., spec. 70 s.).

¹⁴¹ In relazione ai profili problematici relativi alle azioni tendenti ad ottenere il risarcimento dei danni v. *ultra cap.* III.

¹⁴² Si rinvia in tema a COSTI, *Il governo*, 69. Sul tema dei doveri di informazione societaria v. anche ID., *L'informazione societaria*, 879. Sul punto v. SFAMENI, *Art. 114*, 511 e le condivisibili osservazioni di HERTIG, KRAAKMAN-ROCK, *Gli emittenti*, 244 s. sull'incidenza in termini di *corporate governance* degli obblighi informativi.

rischio o di credito). È necessario – come risulterà dal prosieguo del lavoro – che le società per azioni quotate adottino adeguate misure volte a garantire il rispetto delle norme in materia di diffusione delle informazioni privilegiate e di prevenzione dell'*insider trading*.

La disciplina in materia di *disclosure* delle informazioni privilegiate ha una matrice poliedrica. Da un lato ha una valenza sicuramente attinente alla tutela dei mercati finanziari mirando a porre sullo stesso piano azionisti attuali e azionisti potenziali della società emittente; dall'altro la disciplina (di informazione pubblica o c.d. *outsider control system*) presenta profili di incidenza societaria. La stessa equiparazione sul piano informativo degli azionisti attuali e di quelli potenziali può non essere scevra di conseguenze sul piano della ricognizione dell'interesse sociale (*rectius*, degli interessi sociali)¹⁴³ e sulla *corporate governance*¹⁴⁴ (con esiti che si intersecano con quelli scaturenti dai sistemi di informazione societaria interna o da c.d. capitale informato¹⁴⁵).

¹⁴³ Si riprende un'osservazione di JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, 800 e 805 s.

¹⁴⁴ Sul concetto di *corporate governance* v. TOMBARI, *La nuova*, 1098. PENNISI, *Attività*, 111 s. evidenzia la difficoltà di rendere il significato in lingua italiana di un'espressione sì pregnante. ANDRONICO, *Governance*, 237 ss., mette, invece, in risalto la difficoltà di attribuire un senso compiuto al concetto di *governance*.

¹⁴⁵ Su cui, da ultimo, AMATUCCI, *L'efficienza dell'"insider control system"*, 398 s. In effetti, l'accesso al mercato di borsa importa conseguenze di stampo societario, in una situazione di crisi non solo fra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati finanziari, ma anche tra struttura e principi societari e principi che informano i mercati finanziari. Se non è possibile ritenere che l'ingresso nel mercato finanziario produca una "mutazione" delle regole societarie e, in particolare, della dinamica di realizzazione dello scopo lucrativo comune, è però plausibile ritenere che lo scopo di una società quotata risulti almeno in parte legato all'incremento dei corsi azionari nel medio-lungo periodo (e non nel breve, altrimenti dandosi la stura a gestioni puramente speculative delle società quotate, con gli implicati rischi finanziari e sistemici). Tale incremento dipende anche dalla valutazione degli investitori e della comunità finanziaria, cioè dall'informazione che filtra le prospettive economiche dell'impresa. La comunicazione finanziaria costituisce, quindi, un mezzo di *diffusione del valore* dell'impresa (GUERRERA, *La responsabilità*, 417; CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, 321).

Questa concezione è il portato di una visione del conflitto fra soci attuali (*rectius*, alcuni dei soci attuali, che possono avere interesse a che non vengano divulgate le notizie *price sensitive*) e soci potenziali della società quotata (interessati alla massima trasparenza) che conduce il legislatore ad attribuire carattere pozio alla posizione dei soci potenziali (ossia agli investitori). In tema BARTALENA, *L'abuso*, 85 ss., appunto, ricostruisce la tematica delle informazioni *price sensitive* e del loro abuso come incentrata sul delicato equilibrio fra esigenze di riservatezza ed esigenze di pubblicità. Per Bartalena, però, il contrasto si pone non tra investitori attuali e potenziali, ma tra società e investitori. La posizione che il legislatore tende a tutelare appare essere quella dell'investitore di breve periodo, ispirato da logiche prevalentemente di tipo speculativo. V. DENOZZA, *La nozione*, 596 s., il quale mette in luce che, nella prospettiva generalmente accolta tale contrasto fra azionista attuale e azionista potenziale viene oscurato a causa della scomparsa della figura stessa dell'azionista (da intendersi come soggetto che *partecipa* all'attività di impresa della società). «Questa immagine viene sostituita da un'altra, quella dell'investitore che ha comprato azioni di una certa società, ma non ha ancora deciso di venderle». Anche da tale argomentazione è possibile individuare gli aspetti più critici del concetto di *shareholder value*. Infatti, nella discipli-

È giustamente diffuso il convincimento che l'introduzione di obblighi di informazione possa rendere migliore il governo societario. L'informazione obbligatoria, favorendo la partecipazione attiva degli azionisti, agevola la riduzione dei costi di agenzia e contribuisce al rafforzamento dei meccanismi reputazionali¹⁴⁶ che hanno rilievo per il buon funzionamento della *governance* societaria¹⁴⁷.

na delle informazioni privilegiate l'interesse di alcuni azionisti (quelli di medio-lungo periodo) alla massimizzazione del valore delle azioni della società in cui hanno investito può essere sacrificato a favore di altri azionisti (quelli di breve periodo). Da ciò risulta che la nozione di *shareholder value* non riesce a tenere in considerazione i conflitti che esistono tra i diversi gruppi di investitori e di azionisti (v. DENOZZA, *La nozione*, 600). L'obiettivo della massimizzazione del benessere (che ispira anche la teorica dello *shareholder value*) ha una capacità di segmentazione che ha come portato la creazione di sottosistemi potenzialmente idonei a funzionare in direzioni antitetiche (si prende spunto da un intervento del prof. Denozza al Convegno *Il Diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*, organizzato da *Orizzonti del Diritto commerciale*, Roma, 29-30 gennaio 2010). Sul piano comparatistico si deve rilevare che il *Deutscher Corporate Governance Kodex* (a p. 2) fa riferimento più che allo *shareholder value* all'*Unternehmensinteresse* («Der Kodex verdeutlicht die Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen (Unternehmensinteresse)»).

¹⁴⁶ L'importanza delle sanzioni reputazionali (il cui primo impiego si è avuto nel *London Stock Exchange*: LIEBMAN-MILHAUPT, *Reputational sanctions*, 948) è confermata, tanto per fare un esempio, dall'esperienza del mercato finanziario cinese, in cui le sanzioni in questione (nella forma della *riprovazione* irrogata dall'Autorità di Borsa) rivestono un ruolo decisamente rilevante (ROSSI, *Quale capitalismo*, 906), considerato anche lo stato attuale dello sviluppo della legislazione cinese in materia (v. le osservazioni sul punto di LIEBMAN-MILHAUPT, *Reputational sanctions*, 932 e 947 ss. – cui rinvia Rossi –, e di ALLEN-J. QIAN-M. QIAN, *Law, finance, and economic growth in China*, 57 ss., spec. 59 e 96).

¹⁴⁷ V. FERRARINI, *Informazione societaria*, 411 s. In questo senso si esprime anche FERRELL, *The case*, 5 s. e 20. In effetti, il conflitto che è sottostante alla disciplina della comunicazione delle informazioni privilegiate non è soltanto quello che concerne soci attuali e soci potenziali, ma anche quello fra soci imprenditori (o di comando) e soci risparmiatori (per le definizioni di "azionisti imprenditori" e di "azionisti risparmiatori" v. WEIGMANN, *Società*, 341; PREITE, *Investitori*, 495 s.; TRAISCI, *Riflessioni*, 558 ss.). Si è evidenziato che l'esigenza, che viene tutelata dalla disciplina delle informazioni *price sensitive* di avere un prezzo in ogni momento ed in ogni caso "vero" (è sufficiente pensare al fatto che l'art. 114, comma 6, t.u.f. consente di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate, sempre che ciò non induca in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali), soddisfa coloro che valutano i titoli in termini esclusivamente finanziari; può assumere, invece, un rilievo minore per colui che investe in maniera potenzialmente duratura nella società. «In questo secondo caso i costi di un eventuale ritardo per l'adeguamento del prezzo alla "verità" sono di gran lunga più sopportabili e, tendendo fino allo zero, possono con un elevato grado di probabilità risultare certamente minori di quel danno» (ANGELICI, *Note in tema*, 265, il quale rinvia, come caso esemplificativo, alla *Supreme Court*, *Basic, Inc. v. Levinson*, n. 86-279, 7 marzo 1988 – su cui v. anche BRUDNEY, *A note on materiality*, 723 ss.; LANGEVOORT, *Capping*, 639 s.; FRIED, *Reducing*, 336; AYRES, *Back to Basics*, 945 ss.; e soprattutto STOUT, *The unimportance*, 634 ss. – in cui gli amministratori di una società, mentendo, avevano negato la presenza di trattative per una fusione; la fusione, invero, venne realizzata e fu avanzata richiesta di risarcimento del danno da parte di chi aveva venduto le azioni della società prima che l'operazione si fosse realizzata e, di conseguenza, prima che il titolo si apprezzasse. Anche qui, pertanto, la questione atteneva alla differenza di interessi delle due categorie di investitori: mentre i soci rispar-

Si deve tenere presente, infatti, che un sistema che impone obblighi di informazione ha inevitabili riflessi positivi sugli *agency problems* che si presentano fra azionisti di controllo e azionisti (*rectius*, investitori) di minoranza e fra i *managers* e gli azionisti¹⁴⁸. La *disclosure* obbligatoria può anche consentire di ridurre i costi di monitoraggio relativi all'uso di *assets* e informazioni societarie da parte dei *managers* per scopi di carattere personale¹⁴⁹, finendo per incidere sulla *governance* delle società¹⁵⁰.

Al contempo l'illecito utilizzo delle informazioni privilegiate, consentito dalla violazione degli obblighi di *disclosure*, determina una redistribuzione del valore dell'impresa che ha una rilevanza societaria tutt'altro che trascurabile. Si ha, cioè, uno spostamento di ricchezza dagli azionisti a favore del *management* nel caso di società con forte dispersione del capitale sociale, e dagli azionisti di minoranza all'azionista di maggioranza o al gruppo di comando (legato da coa-

miatori avevano interesse alla diffusione della notizia della trattativa, all'inverso quelli c.d. imprenditori avevano interesse a procrastinare tale *disclosure* onde evitare di pregiudicare le possibilità di realizzazione della fusione).

Il rischio che la dottrina in questione paventa è rappresentato dal fatto che una gestione da parte della Consob eccessivamente rigorosa e propensa alla *disclosure* possa agevolare, se non rafforzare, lo svilupparsi di posizioni speculative nel nostro mercato. Inoltre, tale meccanismo di informazione continua potrebbe ridurre gli incentivi per indagini specifiche (da parte degli operatori e degli analisti finanziari) su singole società, divenendo minore la possibilità di rinvenire titoli sottoquotati. Tale riduzione finisce per non giustificare il costo della ricerca (ANGELICI, *Note in tema*, 266 e 268, che rinvia a GORDON-KORNHAUSER, *Efficient markets*, 788 ss., spec. 789). Pertanto, la scelta del legislatore sarebbe nel senso di scoraggiare gli investimenti mirati in singole società a favore di scelte di investimento volte alla diversificazione dei portafogli, ossia a favore di scelte di affidamento del risparmio agli investitori istituzionali (che sono, appunto, specializzati nella diversificazione degli investimenti: v. ANGELICI, *Note in tema*, 268; sul punto v. anche BOOTH, *The end of the securities fraud class action*, 1 ss., spec. 12). La tesi mette in luce l'altro lato della medaglia (v. anche *ultra*, cap. III, § 8). È proprio quello appena indicato l'inevitabile prezzo che si deve pagare in un mercato che tende alla trasparenza e all'efficienza, in cui emerge potente il ruolo dell'informazione, di fondamentale importanza in un sistema in cui «mercato, informazione e regolamentazione giuridica sono tre aspetti interdipendenti di una stessa realtà economica e, quindi, giuridica, in guisa che gli istituti del diritto commerciale [...] assumono un nuovo significato quando sono studiati dal punto di vista dell'informazione» (BOCCHINI, «*Atti*», 270).

¹⁴⁸ V. in tema di *agency problems* (anche con riferimento al conflitto fra soci che hanno il controllo della società e soci di minoranza), *ex pluribus*, HANSMANN-KRAAKMAN, *Agency*, 21 ss. Circa il conflitto *shareholder-manager v. HANSMANN-KRAAKMAN*, *The basic*, 53.

¹⁴⁹ MAHONEY, *Mandatory*, 1048 ss. Osservazioni analoghe si possono trovare in SCHOUTEN, *The case for mandatory*, 30 s.

¹⁵⁰ Si è sostenuto, forse anche enfaticamente, che le disposizioni di *disclosure* societaria hanno rilievo non tanto per la esigenza di tutelare gli investitori (i quali ricevono sì una forma di protezione sotto veste di riduzione dei rischi dalla pubblicità delle informazioni societarie – specie se di alta incidenza sul valore dei titoli –, ma che potrebbero tutelarsi in maniera efficiente – e con un più basso *costo sociale* – semplicemente diversificando maggiormente il loro *portfolio*), ma per l'esigenza di migliorare la *corporate governance* (v. FOX, *Required*, 702, 704 s. e 710 il quale, è bene, precisare, non si riferisce direttamente alla pubblicità dei fatti *price sensitive*, ma più in generale ai sistemi che impongono la *disclosure* societaria).

lizzazione parasociale), nel caso di assetti proprietari più concentrati¹⁵¹. La disciplina che impone doveri di comunicazione delle informazioni *price sensitive* funge anche da strumento volto ad evitare una elevata estrazione di benefici privati del controllo¹⁵².

Una maggiore informazione, con conseguente maggiore rispondenza dei corsi dei titoli al loro reale valore, favorisce l'effettività del ruolo del mercato del controllo societario, consentendo ai potenziali acquirenti di effettuare valutazioni il più possibile corrette circa il valore ipotizzabile della società *target*. Una adeguata *disclosure* societaria, specie se immediatamente in grado di influire sui prezzi come quella in tema di informazioni privilegiate, può ridurre i rischi di sovrastima insiti in tale operazione¹⁵³.

Allorquando il prezzo di un'azione quotata risulta essere eccessivamente elevato (a causa di una *disclosure* insufficiente di dati potenzialmente negativi per la società), anche un potenziale *raider* (che ritenesse di poter meglio gestire la società *target*) potrebbe reputare non opportuno scalare la società bersaglio ad un prezzo eccessivamente alto rispetto al valore effettivo. La *share price accuracy* che deriva da una maggiore *disclosure* favorisce la realizzazione di scalate ostili¹⁵⁴. All'inverso il comportamento reticente degli amministratori della società con riguardo a dati potenzialmente positivi per il mercato dei suoi titoli potrebbe essere funzionale ad operazioni di estrazione di benefici privati mediante operazioni di *management buy out*: la mancata diffusione di informazioni *price sensitive*, contribuendo a tenere basso il valore dei titoli, agevolerebbe la predisposizione di *management buy out*¹⁵⁵ (a prescindere dal fatto che l'operazione di *mbo* si svolga in forma di offerta rivolta ad alcuni azionisti o di offerta totalitaria).

¹⁵¹ LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 37 s. Gli stessi Autori appena citati ricordano, però, anche l'orientamento secondo cui l'abuso di informazioni *price sensitive* potrebbe costituire strumento di compensazione della funzione di monitoraggio svolta da parte dei soci di controllo, che sono impossibilitati ad appropriarsi interamente dei relativi benefici, mentre sopportano in via esclusiva il costo di tale attività di monitoraggio.

¹⁵² Circa l'accesso ai benefici privati del controllo societario v. ENRIQUES-ZORZI, *Spunti*, 9 s.; NENOVA, *The value*, 325 ss.; RIGAMONTI, *Nuove quotazioni*, 54 ss.; incidentalmente GATTI, *Le azioni*, 523. In tale ottica si sono distinte, in dottrina, alcune funzioni di *corporate governance* dell'informazione *lato sensu* societaria: quella *educativa* (grazie alla quale gli azionisti vengono messi in condizione di esercitare i loro diritti in relazione alla *governance* della società); e quella di «*enforcement*, cioè di attuazione delle regole societarie» (FERRARINI, *Informazione societaria*, 413; in tal senso v. anche FERRELL, *The case*, 13: «*The more information available about a firm's operations, assets and ownership, the easier it is for shareholders and regulators to uncover when, how and to whom diversion is occurring*»; l'informazione obbligatoria agevola il funzionamento dei meccanismi giuridici di controllo dei conflitti di interesse).

¹⁵³ In tal senso si esprime FOX, *Required*, 705. Sul punto si veda anche GIUDICI, *La responsabilità civile*, 252.

¹⁵⁴ FOX, *Required*, 705.

¹⁵⁵ VICARI, *I conflitti*, 281.

8. (Segue). *L'incidenza degli obblighi informativi sulla struttura societaria.* – Con riferimento alla incidenza della disciplina delle informazioni privilegiate sulla *corporate governance*, non si può non rilevare che la apertura al mercato dell'emittente, connessa alla possibilità di sfruttarne le capacità di finanziamento¹⁵⁶, impone alla società per azioni non solo l'assunzione di doveri di comunicazione a favore del pubblico, ma anche l'individuazione di specifiche competenze di controllo all'interno della sua composizione organizzativa¹⁵⁷. Si impongono, pertanto, doveri e incarichi per i componenti dell'organo gestorio e per quelli dell'organo di controllo, volti a garantire una corretta trasparenza informativa e ad evitare forme di abuso delle informazioni¹⁵⁸.

A seguito della quotazione e della soggezione a stringenti obblighi informativi la società assume anche l'obbligo di avere una struttura adeguata di controllo interno (ossia quello che nelle società di grandi dimensioni viene denominato, a volte, "ispettorato", diretto da un amministratore esecutivo¹⁵⁹), finalizzata a garantire il rispetto delle regole dei mercati finanziari e la *market integrity*¹⁶⁰.

Innanzitutto gli emittenti dovrebbero dotarsi (onde non incorrere in responsabilità) di adeguati meccanismi volti a prevenire la libera circolazione delle informazioni¹⁶¹. In secondo luogo si è sottolineata da parte del CESR l'opportu-

¹⁵⁶ Scopo del mercato è quello di permettere «il trasferimento (e la trasformazione) del risparmio dai settori in avanzo ai settori in disavanzo; trasferimento che deve essere stabile ed efficiente, in modo da assicurare il finanziamento delle imprese [...] con il minor costo possibile»: COSTI, *Tutela degli interessi*, 771.

¹⁵⁷ In tal senso v., nell'esperienza statunitense, LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 12:8, secondo il quale tutte le società quotate dovrebbero avere un *formal mechanism* per valutare se un'informazione vada resa o meno pubblica, considerato che un sistema di *public disclosure* delle informazioni *material* costituisce il miglior strumento di prevenzione dell'*insider trading* e delle conseguenze dannose che ne possono derivare. Sul punto v. anche GRUNER, *Corporate criminal liability*, § 14.03[1][b]

¹⁵⁸ PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 137. Sul punto v. anche COLOMBO, *I modelli*, 449. Il problema dell'abuso di informazioni privilegiate si può porre (anche se con una portata decisamente più modesta dal punto di vista sistemico) anche nelle società per azioni "di base" (per l'utilizzo di tale terminologia v. ANGELICI, *La riforma*, 18; MOSCO, *Le società*, 870; ID., *Riforma*, 1082; ABRIANI, *La struttura*, 134; TUCCI, *Limiti*, 624, invece, utilizza l'espressione modello unitario di base – l'art. 4, comma 1, della legge 3 ottobre 2001, n. 366 parla di modello di base –; DI SABATO, *Diritto*, 189 utilizza l'espressione *società per azioni generale o di diritto comune*; ZANARONE, *Il ruolo*, 59, parla di s.p.a. chiuse).

¹⁵⁹ In tema: BONELLI, *Gli amministratori*, 283, nota 377; Codice di autodisciplina delle società quotate 8.c.1.b. Si tratta di un comitato puramente consultivo (STELLA RICHTER, *I comitati interni*, 262). Sulla rilevanza del comitato interno di controllo nelle imprese bancarie governate tramite sistema dualistico v. MARCHETTI, *Controllo e gestione*, 161 ss.

¹⁶⁰ Il codice di autodisciplina delle società quotate prevede, infatti, l'adozione di un sistema di controllo interno volto a garantire – fra l'altro – l'affidabilità dell'informazione finanziaria e il rispetto di leggi e regolamenti (sul punto v. anche SAB. FORTUNATO, *Il dirigente*, 406).

¹⁶¹ V. il documento del CESR, *Measures to promote market integrity*, Ref. Cesr/01-052h, febbraio 2002, 9. Tra questi meccanismi di "prevenzione" si possono annoverare le c.d. *chinese walls*, ossia le barriere allo scambio di informazioni fra differenti strutture della medesima com-

rità che l'organo amministrativo individui un *compliance officer*, avente il compito di assicurare il rispetto delle disposizioni¹⁶².

Naturalmente, la istituzione all'interno della struttura dell'impresa societaria di questa particolare figura di *compliance officer* non inciderebbe sulla competenza e sulla responsabilità dell'organo gestorio circa il rispetto degli obblighi imposti dall'art. 114 t.u.f. Proprio per siffatta ragione si deve ritenere che il consiglio di amministrazione di una società per azioni quotata possa dar vita ad una particolare articolazione con la individuazione di uno o più consiglieri delegati demandati al compito di vigilare sul rispetto delle disposizioni in tema di informazioni privilegiate e della loro pubblicità¹⁶³.

pagine societaria. Questo strumento viene utilizzato al fine di isolare i soggetti che assumono decisioni di investimento dai soggetti che sono invece a conoscenza di informazioni potenzialmente *price sensitive* non ancora pubbliche, idonee ad influenzare l'adozione di tali scelte gestorie. Si tratta, pertanto, di un meccanismo volto a prevenire i problemi concernenti i conflitti di interessi, specie quelli attinenti a fattispecie di rischio di *insider trading* (anche collegate all'attività di analisti finanziari): GORMAN, *Are the chinese walls*, 475 ss.; QUO, *Conflict of interest*, 122; MONDINI, *I conflitti di interesse*, spec. 26; sinteticamente GARTEN, *Insider trading*, 586, nota 60 e 610, nota 152 (anche per i problemi di *enforcement* delle *chinese walls*).

¹⁶² Il *Committee of European Securities Regulators*, istituito nel 2001 con la trasformazione del *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) – in tema v. HANSEN-MOALEM, *Insider dealing*, 963 –, ha il compito di fornire alla Commissione Europea un valido supporto consultivo in relazione ai mercati finanziari (c.d. livello 3). Il CESR opera non solo se interpellato dalla Commissione Europea, ma anche di sua iniziativa. Il CESR, inoltre, ha il compito di favorire l'uniformità della applicazione della disciplina comunitaria tramite la emanazione di raccomandazioni e *standards* (con previa o successiva consultazione delle varie categorie di soggetti interessati) la cui adozione da parte dei singoli Stati membri avviene, però, su base volontaria. In tema CARDARELLI, *Potere regolamentare*, 36 s.

Il *compliance officer*, al fine di svolgere la propria funzione preventiva, dovrebbe non solo eseguire una adeguata attività di monitoraggio, ma potrebbe anche adottare un apposito codice di condotta interno (v. il documento del CESR, *Measures to promote market integrity*, Ref. Cestr/01-052h, febbraio 2002, 9 s. e PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 130). Il ruolo del *compliance officer* è particolarmente rilevante all'interno dei gruppi societari multinazionali, nell'ambito dei quali le capogruppo dettano disposizioni generali volte a garantire la *compliance* delle società controllate alle differenti disposizioni nazionali e sovranazionali (sul punto v. CANOVA, *Soluzioni operative*, 44 ss. spec. 48). Accanto a questa funzione preventiva il *compliance officer* dovrebbe anche curare che siano adottate dalla società adeguate misure per le ipotesi di non-*compliance*. Per svolgere tali funzioni il *compliance officer* dovrebbe essere coadiuvato da un'apposita ed efficiente (anche sotto il profilo dell'aggiornamento circa le evoluzioni normative e lo sviluppo delle posizioni della Consob: CHIARUTTINI, *Nuova legge*, 160) struttura e dovrebbe avere funzioni ispettive e consultive (con potenziale coinvolgimento negli accadimenti gestionali più significativi). In tal caso il CESR raccomanda che «*the executive body of each issuer should ensure the independence of the compliance function within the firm*» (CESR, *Measures to promote market integrity*, Ref. Cestr/01-052h, febbraio 2002, 10).

¹⁶³ Come peraltro dispone il Codice di autodisciplina delle società quotate – 4.c.1. – che prevede che siano gli amministratori delegati ad avere il compito di assicurare la corretta gestione delle informazioni societarie. Del resto sono proprio gli organi delegati che hanno il dovere di curare che l'assetto organizzativo e amministrativo sia *adeguato* alla natura ed alle dimensioni dell'impresa (art. 2381, comma 5, c.c.), ferma restando la competenza del consiglio circa la valu-

Si è fatto notare che la complessità delle odierne organizzazioni aziendali impedisce praticamente di ritenere che il potere degli amministratori possa sempre esplicarsi in forma diretta¹⁶⁴. Inoltre, si è sottolineato che (in generale) il sistema di controllo interno tende ad espandere l'area che individua i poteri/doveri degli amministratori in tema di vigilanza e controllo¹⁶⁵. Pertanto, il consiglio di amministrazione è legittimato ad adottare una particolare articolazione, che rientrerebbe in quel più ampio fenomeno di ampliamento dei controlli interni, ossia di quella suddivisione e articolazione delle competenze (*socialmente tipica*) – che è caratterizzata dalla presenza di regole legislative soltanto marginali e per lo più relative a settori speciali¹⁶⁶ – funzionale alla delineazione di un sistema di controllo organizzativo volto ad aumentare le probabilità che vengano assunti comportamenti adeguati al fine di prevenire la violazione delle disposizioni in questione¹⁶⁷.

Questa articolazione potrà, pertanto, aversi anche in mancanza di autorizzazione (statutaria o assembleare) alle deleghe, potendo il consiglio di amministrazione disporre un riparto interno delle funzioni – c.d. delega interna o atipica –, come risulta adesso dal disposto dell'art. 2392, comma 1, c.c.¹⁶⁸. Anzi,

tazione dell'adeguatezza di tale assetto (FERRARINI, *Controlli interni*, 14; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, 841; circa l'importanza del principio di adeguatezza organizzativa v. LIBERTINI, *Scelte fondamentali*, 204; BUONOCORE, *Adeguatezza*, 5 ss., 15; ID., *La responsabilità da inadeguatezza*, 178 ss. il quale individua nell'art. 6 del d.lgs. n. 231/2001 una delle altre fonti dell'adeguatezza), nell'ambito di una impostazione che tende alla procedimentalizzazione dei doveri di controllo (spunti in REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private*, 407; si può fare riferimento alla procedimentalizzazione del funzionamento del consiglio di amministrazione anche prendendo in considerazione la natura *forte* da attribuire all'ordine del giorno consiliare: sul punto, ampiamente, SANFILIPPO, *Il presidente*, 462 ss., spec. 464).

¹⁶⁴ In relazione al rilievo dell'organizzazione aziendale v. lo studio antesignano di WEIGMANN, *Responsabilità e potere*, 303 ss. Per una indagine circa il valore, i significati e la portata del termine "organizzazione" nell'ambito delle scienze aziendalistiche v. URWICK, *L'organizzazione*, spec. 133 ss.

¹⁶⁵ MONTALENTI, *La società quotata*, 228.

¹⁶⁶ Su questo ultimo aspetto v. MONTALENTI, *La società quotata*, 229, da cui (231) è tratta l'espressione in corsivo, volta ad indicare il modello di controllo interno che emerge dal Codice di autodisciplina delle società quotate.

¹⁶⁷ Da questo punto di vista l'istituzione di un sistema di organizzazione funzionale alla "gestione" delle informazioni privilegiate non differisce più di tanto dall'istituzione di un qualunque sistema aziendale di controllo organizzativo (su cui si può vedere, *ex pluribus*, FLAMHOLTZ, *Il sistema di controllo*, 141, il quale – a 143 – sottolinea che in assenza di un adeguato sistema di controllo è più facile che vengano intraprese azioni – nel nostro caso da parte di *insiders* – volte a soddisfare e realizzare bisogni o obiettivi personali ma non "aziendali"). Felice è l'intuizione di PISANI, *Controlli*, 102, secondo cui (con riferimento al sistema dei controlli *ex d.lgs. n. 231 del 2001*) si ha una osmosi fra i modelli aziendali di organizzazione dell'impresa e quelli di organizzazione societaria.

¹⁶⁸ Secondo cui si ha una attenuazione della responsabilità solidale degli amministratori nei casi di inosservanza di doveri concernenti funzioni "in concreto" attribuite ad uno o più amministratori. In tal senso si veda ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega*, 509;

proprio nelle società quotate risulta diffusa la prassi di creare all'interno del consiglio di amministrazione una serie di articolazioni in forma di comitati privi di poteri di gestione, ma aventi competenze istruttorie e propositive nei confronti dell'organo consiliare¹⁶⁹.

In questo contesto è bene tenere in considerazione che il tema dell'incidenza delle regole concernenti le informazioni privilegiate sulla struttura organizzativa della società per azioni "aperta" risulta connesso alle disposizioni dettate dal d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231 in tema di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica¹⁷⁰. La disciplina degli obblighi di diffusione delle informazioni privilegiate obbliga le società (qualora emergano profili di rischio che facciano temere la propagazione della responsabilità a carico dell'ente¹⁷¹) ad adottare sistemi di controllo interno il più possibile efficienti, volti ad evitare le sanzioni che possono colpire direttamente anche l'emittente, come nell'ipotesi di illeciti che

DI CATALDO, *Problemi nuovi*, 647. Per BONELLI, *Gli amministratori*, 47 s., invece, la delega interna, seppur perfettamente lecita, non determina limitazioni di responsabilità dei deleganti. Sul tema delle deleghe interne v. FERRI jr., *Ripartizione*, 41 s. e, per la situazione preriforma, ID., *Le deleghe*, 167 ss. In senso contrario alla legittimità delle deleghe atipiche appare l'opinione di IRRERA, *Assetti organizzativi*, 294.

¹⁶⁹ Si può pensare, per fare un esempio, al comitato per la remunerazione degli amministratori la cui creazione è raccomandata dal codice di autodisciplina delle società quotate – 7.p.3 – (SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza*, 368), o al comitato per le proposte di nomina degli amministratori. Sul punto v. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, 370, nota 29 e REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, 416 (per CARRIERO, *La crisi*, 209, però, la proliferazione dei comitati può essere deleteria perché foriera di confusione).

Questa articolazione del consiglio di amministrazione avrebbe, appunto, lo scopo di vagliare l'esistenza delle informazioni *price sensitive*, vigilare sulla loro riservatezza (nelle ipotesi in cui è consentito procrastinare la loro diffusione) e riferire al consiglio. L'articolazione (in forma di delega tipica o atipica) potrebbe risultare appropriata, onde consentire una più celere "gestione" delle vicende maggiormente idonee a cagionare fattispecie di rischio per l'emittente (questa funzione, secondo il CESR, dovrebbe essere affidata ad un *independent officer*: CESR, *Measures to promote market integrity*, Ref. Cesr/01-052h, febbraio 2002, 10). Ovviamente gli organi delegati potranno investire il consiglio (specie allorché la definizione del carattere privilegiato di una informazione appaia particolarmente difficile), così come il consiglio potrà avocare le competenze delegate (avendo, altresì, il compito di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, considerato che si tratta di una esplicazione della funzione di vigilanza sull'assetto organizzativo che spetta all'intero consiglio – MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, 853). Anche nel Codice di autodisciplina per le società quotate (p. 38) si sottolinea la centralità del consiglio di amministrazione in materia di controllo interno, competendo ad esso *la responsabilità dell'adozione di un sistema adeguato alle caratteristiche dell'impresa*. Nel caso di delega non autorizzata, però, il consiglio avrà il compito (ben più gravoso rispetto al caso della delega autorizzata) di esercitare quella «vigilanza assidua ed analitica, che l'organo amministrativo è tenuto ad esercitare nei confronti di tutti i collaboratori dell'impresa» (ABBADESSA, *Profili tipici*, 511).

¹⁷⁰ *Ex pluribus* v. FRIGNANI-GROSSO-ROSSI, *I modelli*, 143. A questa responsabilità si aggiunge la responsabilità dell'ente ex art. 2043 c.c. (v. Trib. Milano, ord., 18 gennaio 2008, 1034).

¹⁷¹ ABRIANI, *La responsabilità da reato*, 195.

rientrano nell'alveo del d.lgs. n. 231/2001¹⁷². Come è noto l'art. 6 di tale decreto dispone che la società non risponde per i reati commessi *nel suo interesse od a suo vantaggio* da persone che rivestono funzioni (anche di fatto) apicali o di controllo della società¹⁷³, se l'organo amministrativo ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi¹⁷⁴, in una prospettiva di internalizzazione dei rischi¹⁷⁵.

La disciplina in questione ha una sicura rilevanza per il tema che ci occupa poiché la mancata realizzazione della pubblicità ex art. 114 t.u.f. (funzionale, talvolta, a non far emergere dati negativi concernenti l'emittente) cagiona la responsabilità amministrativa dell'ente (si veda il disposto dell'art. 193 t.u.f.)¹⁷⁶.

¹⁷² Sul punto v. FUSCO, *I criteri*, 229 ss.; SANTI, *La responsabilità*, 81 ss. L'adozione di tali modelli è altresì necessaria per gli emittenti al fine di ottenere e mantenere la qualifica di STAR, ex art. 2.2.3., n. 3, lett. k, del regolamento di Borsa Italiana s.p.a. (in argomento: ABRIANI, *La responsabilità da reato*, 196; PESCI, *Aggiornamento del modello*, 20 s.)

¹⁷³ O da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti appena indicati. Sui presupposti applicativi della responsabilità da reato dell'ente collettivo v. SANTORIELLO, *La responsabilità amministrativa*, 290 ss.; LO GULLO, *responsabilità amministrativa*, 857; BEVILACQUA, *Prima sentenza*, 506 ss., spec. 508 (a commento della sentenza del Trib. Milano, 20 marzo 2007). In relazione alla responsabilità dell'ente nei casi di realizzazione concorsuale del reato si veda D'ARCANGELO, *Il concorso dell'extraneus*, 44.

¹⁷⁴ Si tratta di un sistema di gestione dei rischi (*risk management*): IRRERA, *Assetti organizzativi*, 196 s.; SFAMENI, *Idoneità dei modelli*, 283. Per GALLETTI, *I modelli organizzativi*, 129 i modelli preventivi attengono più all'organizzazione dell'impresa che a quella societaria. SFAMENI, *Responsabilità da reato*, 156 ritiene che si debba inquadrare la disciplina nell'ambito dell'«organizzazione interna dell'impresa societaria». In tema v. anche AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, 50 ss.; BARTOLOMUCCI, *Reato dell'amministratore*, 761; ID., *Responsabilità*, 657; ID., *Modelli*, 409; G. BIANCHI, *Risk management*, 743 ss., spec. 752 ss. ASSONIME, *Indagine sull'attuazione del decreto legislativo 231/2001*, 7 sottolinea che fino a questo momento non risultano sentenze di assoluzione per l'adozione preventiva da parte dell'ente di un modello organizzativo efficace. Le principali caratteristiche di tale sistema di gestione dei rischi dovranno essere oggetto di apposita indicazione nella specifica sezione (denominata «relazione sul governo societario e gli assetti proprietari») della relazione sulla gestione: art. 123-bis, comma 2, lett. b), t.u.f.

¹⁷⁵ Così si esprime anche GALLETTI, *I modelli organizzativi*, 128.

¹⁷⁶ In tema di responsabilità amministrativa delle società per mancato rispetto della disciplina dettata dall'art. 114 t.u.f., si deve precisare che, sulla base del disposto dell'art. 193 t.u.f., le società (nonché gli enti e le associazioni – la norma originariamente si rivolgeva a chi svolgeva funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società tenute ad effettuare le comunicazioni di cui all'art. 114 t.u.f.: ANNUNZIATA, *La nuova disciplina (seconda parte)*, 540; BANI, *Le sanzioni*, 395 s.) tenute a effettuare le comunicazioni previste dall'art. 114 t.u.f. o soggette agli obblighi di cui all'art. 115-bis t.u.f. possono andare incontro alla sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila a cinquecentomila euro per l'inosservanza delle disposizioni degli articoli medesimi o delle relative disposizioni applicative (v.: ALESSANDRI, *Un esercizio*, 208; ASSONIME, *Le nuove disposizioni*, 335), venendosi così a colmare quella lacuna normativa sottolineata da chi ritiene che le sanzioni amministrative consentono una repressione più efficace dei comportamenti abusivi (MINERVINI, *Postfazione*, 481 s.; BRAGANTINI, *Il nuovo ruolo*, 76; sull'importanza delle sanzioni

In secondo luogo la disciplina del d.lgs. n. 231/2001 si interseca con quella che ci occupa anche perché è assolutamente plausibile che il reato di *insider trading* possa essere commesso dai soggetti *informati* nell'interesse dell'ente¹⁷⁷. L'art. 25-*sexies*, d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, (introdotto dall'art. 9 della legge 18 aprile 2005, n. 62) – in combinato con l'art. 5 del medesimo decreto legislativo, prevede che la società risponde per i reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato commessi nel suo interesse o vantaggio, da soggetti in posizione apicale in assenza di modelli di organizzazione, gestione o controllo idonei a prevenire reati del tipo di quelli che si sono verificati¹⁷⁸.

A tutto ciò si deve aggiungere che l'art. 187-*quinquies* t.u.f. espressamente prevede, con riferimento agli illeciti amministrativi (come l'abuso di informazioni privilegiate sanzionato in forma amministrativa dall'art. 187-*bis* t.u.f.) commessi nel suo interesse od a suo vantaggio, che anche l'ente può essere responsabile (per il pagamento di una somma pari all'importo della sanzione am-

amministrative nel panorama delle tendenze comunitarie sulla materia v. BESSONE, *I mercati mobiliari*, 250).

¹⁷⁷ È sufficiente fare riferimento alle operazioni di acquisto di azioni proprie allorché l'emittente abbia procrastinato la diffusione di informazioni privilegiate, a meno che – *ex art. 6, comma 3, lett. a)*, regolamento CE n. 2273/2003 – il programma di riacquisto delle azioni fosse già stato predeterminato, rispetto al rinvio della *disclosure*, o a meno che, *ex art. 6, comma 3, lett. b)*, regolamento CE n. 2273/2003, il programma di riacquisto di azioni proprie sia coordinato da un'impresa di investimento o da un ente creditizio che adotta le decisioni in merito alla negoziazione delle azioni dell'emittente in piena indipendenza e non sotto l'influenza dell'emittente per quanto riguarda il momento dell'acquisto. Inoltre, in base al disposto dell'art. 6, comma 2, secondo capoverso, regolamento CE n. 2273/2003, l'emittente può procedere a negoziare le proprie azioni nel corso del programma di riacquisto di azioni proprie anche se ha posticipato la diffusione delle informazioni privilegiate, se l'emittente è un'impresa di investimento o un ente creditizio e ha posto in essere efficaci barriere allo scambio di informazioni ("muraglie cinesi"), sottoposte alla vigilanza dell'autorità competente, tra i responsabili del trattamento delle informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente (ivi comprese le decisioni di negoziazione nel quadro del programma di riacquisto di azioni proprie) e i responsabili della negoziazione di azioni proprie per conto della clientela, quando vengono effettuate negoziazioni di questo tipo. V. anche *ultra*, cap. II, § 1.

¹⁷⁸ V. SEMINARA, *Abuso di informazioni*, 13, per il quale, inoltre, non è necessario che la società sia l'emittente «degli strumenti finanziari oggetto della condotta illecita, potendo questa riguardare anche titoli emessi da altra società». L'art. 25-*sexies* del d.lgs. n. 231/2001 prevede che in relazione al reato di abuso di informazioni privilegiate si applica all'ente, nel cui interesse sia stato compiuto l'atto, la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote, con possibilità di aumentare la sanzione nel caso in cui il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità. In quest'ultimo caso la sanzione è aumentata fino a dieci volte questo prodotto o profitto. Si veda sul punto anche CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, 329 s. Presupposti necessari per ascrivere responsabilità in capo alla società per azioni per il reato di *insider trading* sono la particolare direzione della condotta abusiva del reo verso (*rectius*, a favore del)l'ente e la particolare posizione del soggetto che ha commesso il fatto (dovendosi trattare di soggetto che si trova in posizione *apicale* nella struttura societaria o in posizione di sottoposto alla direzione o alla vigilanza di un soggetto avente posizione apicale: FONDAROLI, *La responsabilità dell'ente*, 147; SANTI, *La responsabilità*, 90 s.).

ministrativa irrogata per gli illeciti di cui al capo III del titolo I-bis, t.u.f.)¹⁷⁹.

In questa ottica, allora, risulta più che giustificata (*rectius*, obbligatoria per l'organo gestorio, onde evitare di incorrere in responsabilità se dalla violazione delle norme possano derivare danni alla società cagionati proprio dalla mancata istituzione «di programmi di *compliance* idonei a prevenire o segnalare gli illeciti in questione»¹⁸⁰) l'adozione di un'apposita articolazione del consiglio di amministrazione (o di un organismo di *internal auditing* costituente parte dell'organizzazione d'impresa¹⁸¹, con obbligo di riferire direttamente all'organo

¹⁷⁹ A tal fine è necessario che l'atto sia stato compiuto o da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione (sostanzialmente apicali) dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale, o da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso, o da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti appena menzionati (l'ente non risponde se dimostra che le persone appena indicate hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi: art. 187-*quinquies*, comma 3, t.u.f.; sul punto appare critico per l'inversione dell'onere probatorio che questa disposizione comporta RONDINELLI, *La responsabilità*, 1110). Anzi, proprio in relazione agli illeciti in questione si dichiarano applicabili, in quanto compatibili, gli articoli 6, 7, 8 e 12 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231. Per tali aspetti si rinvia a SANTI, *La responsabilità*, 100. Sull'inquadramento di tale disposizione v. BARTOLOMUCCI, *Market abuse*, 923; ID., *Modelli*, 414, nota 46 (per il quale si tratta di una responsabilità civile da illecito amministrativo); MANNA, *Tutela*, 672 s. (sul cumulo delle sanzioni penali e amministrative si rinvia a: AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, 211 ss. e 223 ss.; TRIPODI, *L'illecito amministrativo*, 82; BELLACOSA, "Insider trading", 23). Sull'utilizzo delle sanzioni amministrative in aggiunta a quelle penali (perché irrogabili più rapidamente e più semplicemente – considerato che non si richiede l'intenzionalità e vista la formulazione meno stringente delle norme amministrative rispetto a quelle penali), in Francia e in Gran Bretagna v. FERRARINI, *Securities*, 268. Sul panorama francese: COZIAN-VIANDIER-DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 433; BAUVERT-SIRET, *Droit des sociétés et autres groupements. Droit pénal*, 554 s.; DE VAUPLANE-BORNET, *Droit des marchés*, 2001, 911 ss., spec. 919 (per uno sguardo critico nei riguardi del cumulo delle sanzioni nell'ambito del panorama francese si veda PACLOT, *Les propositions*, 1). Si può in argomento segnalare che in Svezia e in Danimarca si è scelto di adottare soltanto sanzioni penali per reprimere l'*insider trading* (HANSEN-MOALEM, *Insider dealing*, 972), mentre – allargando lo sguardo alle economie emergenti – in India il Securities and Exchange Board of India (SEBI) ha di recente (marzo 2008) proposto di eliminare le sanzioni penali per l'*insider trading*, suggerendo l'adozione di sanzioni di tipo esclusivamente pecuniario (SEBI, *Consultative paper on amendments*, 8; RAJAN-SHROFF, *India insider trading*, 49. Brevemente sulla disciplina in tema di *insider trading* in India v. MANI, *India*, 468. In relazione al mercato indiano si può notare, incidentalmente, che esso sta riscuotendo una certa attenzione in occidente: il NYSE ha infatti acquistato nel 2007 il 5% del *National Stock Exchange*, una delle due borse di Mumbai: riferimenti in GARGANTINI, *L'integrazione*, 323).

¹⁸⁰ Parole tratte da FERRARINI, *Controlli interni*, 26. È possibile segnalare in questa sede che l'adozione di programmi di *compliance* riguarda, ormai, svariati settori, essendo sufficiente – per fare un esempio – prendere in considerazione i programmi di *conformità* rispetto alla direttiva 2004/39 che devono essere predisposti sulla base dell'art. 16 del Regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 («Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio»: sul punto v. FALCONE, *La "compliance"*, 223).

¹⁸¹ Si veda IRRERA, *Assetti organizzativi*, 204 e 286 s., circa la configurazione di tale "organo interno" e la individuazione da parte del consiglio di amministrazione dei compiti e dei poteri

amministrativo¹⁸²) avente come compito la vigilanza sulla “gestione” delle informazioni *price sensitive*¹⁸³.

Resta fermo che se la società per azioni abbia già adottato un modello di organizzazione e di gestione (con l’introduzione di una apposita struttura di *internal auditing*¹⁸⁴), sarà possibile implementare tale modello con l’attribuzione

dell’*internal audit* (per quel che qui interessa si deve rilevare che un efficace sistema di controllo interno contribuisce a garantire l’affidabilità dell’informazione finanziaria; inoltre, si deve tenere presente che il comitato per il controllo interno, secondo il Codice di autodisciplina delle società quotate – 36 –, svolge gli ulteriori compiti che gli vengono attribuiti dal consiglio di amministrazione). In relazione al collegamento fra il comitato per il controllo interno e il consiglio di amministrazione il Codice di autodisciplina delle società quotate (35) stabilisce che il consiglio di amministrazione individua un amministratore esecutivo incaricato di sovrintendere al funzionamento del sistema di controllo interno. V. GALLETTI, *I modelli organizzativi*, 135 per la tesi secondo la quale la creazione dell’organismo di vigilanza costituisce una «scelta conformativa dell’impresa, e non già della società». Si rinvia a COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti*, 16 ss., spec. 20, sul tema più generale della individuazione dei tratti identificativi degli organi sociali (facendo riferimento in particolare alla posizione dell’“organo” come elemento di una organizzazione che concorre alla produzione e allo svolgimento dell’azione sociale).

¹⁸² GALLETTI, *I modelli organizzativi*, 137. Per IRRERA, *Aspetti organizzativi*, 202, la continuità dell’azione di vigilanza richiesta dal d.lgs. n. 231/01 escluderebbe che il compito in questione possa essere assegnato ad un organo sociale. Circa la provenienza di tale disciplina dall’ordinamento statunitense v. FERRARINI, *Controlli interni*, 24 e le *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex d.lgs. n. 231/2001* elaborate da Confindustria, 114 ss. Sempre sull’art. 6 del d.lgs. n. 231/2001 si veda DI GIROLAMO, *I compliance programs*, 958 ss., il quale ritiene (982 e 986 ss.), però, che l’organismo di controllo dei modelli di *compliance* adottati ex art. 6 d.lgs. n. 231/2001 (composto, in tale ottica – 999 s. –, da amministratori indipendenti) debba essere nominato non dagli amministratori, ma dall’assemblea. In effetti, l’esigenza di *autonomia* alla base di questa impostazione non sembra obbligarne a tale interpretazione, poiché la norma richiede esclusivamente che l’*organismo* sia dotato di *autonomi poteri di iniziativa e di controllo* e non che la nomina dell’*organismo* sia frutto delle scelte dei soci. Anzi, trattandosi di un *organismo* che ha il compito non solo di vigilare sul funzionamento e sull’osservanza dei modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati, ma anche di curarne l’“aggiornamento”, sembra opportuno che vi sia una stretta correlazione fra l’organo gestorio che predispone i modelli in questione e l’*organismo* che deve curarne la vigilanza e l’aggiornamento.

¹⁸³ Sulla posizione dell’organismo di vigilanza nell’organizzazione societaria in ottica aziendalistica v. GELMINI, *Modelli di organizzazione*, 673. Sull’organismo di vigilanza ex D.lgs. n. 231/2001 cfr. anche: CHIAPPETTA, *Diritto del governo*, 184 ss.; GAREGNANI, *La rilevanza dei flussi*, 319 s. In dottrina si è affermato che l’adozione di una tale articolazione consiliare (ai fini del rispetto della disciplina dettata dall’art. 6 del d.lgs. n. 231/2001) sarebbe realizzabile anche nella forma della delega di tali competenze ad uno o più amministratori, con individuazione a carico del consiglio di amministrazione di un obbligo di vigilanza di secondo grado (MONTALENTI, *La società quotata*, 243; ID., *Corporate governance*, 835).

¹⁸⁴ MONTALENTI, *Organismo di vigilanza*, 653 ritiene che la composizione preferibile dell’organo di vigilanza (ODV) sia quella che veda la compresenza di *insiders* indipendenti (come un amministratore dotato di questa qualifica) e di consulenti esterni. L’Autore esclude, altresì, che vi siano elementi normativi che facciano propendere per l’inquadramento strutturale dell’ODV entro l’organizzazione dell’impresa. Sul punto v. anche, in prospettiva aziendalistica, MARCIANDI, *La funzione di controllo*, 827 ss.

all’“organo” di vigilanza anche delle competenze in materia di controllo circa le informazioni privilegiate¹⁸⁵.

La gestione delle informazioni privilegiate in forma procedimentalizzata rende più che opportuna, infine, la adozione di una apposita procedura¹⁸⁶. In questo senso si indirizza anche il codice di autodisciplina delle società quotate. Infatti, secondo il punto 4.c.1 gli amministratori delegati hanno il compito di proporre al consiglio di amministrazione di adottare un meccanismo per la gestione interna e la comunicazione all’esterno di documenti e informazioni riguardanti l’emittente, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate¹⁸⁷.

Questo processo di “gestione” delle informazioni privilegiate presenta varie fasi¹⁸⁸. È necessario, cioè, individuare le attività nel cui ambito possono essere

¹⁸⁵ SANTI, *La responsabilità*, 94. Si sottolinea, presso la dottrina aziendalistica, l’esigenza di integrazione dei modelli organizzativi di controllo, onde evitare ridondanze nei controlli: GELMINI, *Modelli di organizzazione*, 662.

Nel caso in cui, invece, la società non abbia adottato un modello di organizzazione idoneo a prevenire i reati attinenti (anche) allo sfruttamento di informazioni privilegiate e non si sia dotata di un organismo con compiti di vigilanza sul funzionamento e sull’osservanza dei modelli e di cura del loro aggiornamento, le competenze sopra individuate in materia di “gestione” dei procedimenti attinenti informazioni privilegiate potranno/dovranno essere attribuite alla articolazione da crearsi appositamente (o saranno di competenza del consiglio di amministrazione). Sempre con riferimento ai modelli di organizzazione volti alla prevenzione dei reati in questione, si deve segnalare che emerge anche qui quella rilevanza delle disposizioni autodisciplinari che si è già vista proprio con riferimento al settore che interessa. Infatti, ex art. 6, comma 3, d.lgs. n. 231/2001, i modelli di organizzazione e di gestione che consentono (nel rispetto degli altri requisiti richiesti) di evitare l’insorgenza di responsabilità in capo alla società emittente possono essere adottati sulla base di codici di comportamento redatti dalle associazioni rappresentative degli enti. Tali codici di comportamento devono essere comunicati al Ministero della Giustizia che, di concerto con i Ministeri competenti, può formulare, entro trenta giorni, osservazioni sulla idoneità dei modelli a prevenire i reati. V. *ex pluribus* SANTI, *La responsabilità*, 97. Si deve, inoltre, segnalare, sotto il profilo dell’organizzazione societaria, che gli emittenti dovranno dotarsi (qualora intendano utilizzare come sistema di diffusione delle informazioni uno SDIR, ossia un sistema di diffusione elettronica delle informazioni regolamentate, che collega gli emittenti che lo utilizzano ai *media*: artt. 65 e 65-*quinquies* regolamento emittenti) di un “referente per i necessari contatti”, ossia di una persona indicata dall’emittente al gestore dello SDIR, per fornire al gestore stesso e agli organi di controllo dati e informazioni in merito al processo di diffusione delle informazioni (v. allegato 3I regolamento emittenti).

¹⁸⁶ Si vedano le procedure adottate da Telecom Italia e da Generali per la gestione e la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate (rinvenibili rispettivamente sui siti www.telecomitalia.it e www.generali.com).

¹⁸⁷ Per un esempio concreto si veda il *Code of conduct, Business conduct policies* della CNH Case New Holland, secondo cui tutti i dipendenti sono tenuti a rispettare le norme in materia di *insider trading*. In particolare nessun dipendente dovrà fare uso dell’informazione ottenuta in forza della sua posizione all’interno di CNH. Sul punto FRIGNANI-GROSSO-ROSSI, *I modelli*, 151. Tale procedura (sempre secondo il Codice di autodisciplina delle società quotate) è volta anche ad evitare che la divulgazione delle informazioni possa avvenire non tempestivamente, in forma incompleta, inadeguata o selettiva.

¹⁸⁸ Su tale suddivisione del processo di trattamento delle informazioni privilegiate si può fare

commessi reati; prevedere specifici protocolli diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni dell'ente in relazione alle fattispecie da prevenire; individuare modalità di gestione delle risorse finanziarie idonee ad impedire la commissione dei reati; prevedere obblighi di informazione nei confronti dell'organismo deputato a vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli; introdurre un sistema disciplinare idoneo a sanzionare il mancato rispetto delle misure indicate nel modello¹⁸⁹.

rinvio a ST. FORTUNATO, *Modelli*, 1182 s. Più in generale circa gli elementi di un sistema di controllo v. FLAMHOLTZ, *Il sistema di controllo*, 147, il quale individua alcune componenti necessarie: la delineazione degli obiettivi da realizzare; la individuazione dello *standard* che si richiede nel perseguimento dell'obiettivo; la specificazione di un metodo di misurazione per valutare i comportamenti dei soggetti interessati (nel nostro caso, degli obbligati al rispetto delle norme in materia di trasparenza delle informazioni privilegiate). In merito occorre prendere spunto dall'art. 6, comma 2 del decreto legislativo n. 231/2001, secondo cui i modelli di organizzazione e gestione di una società, per essere idonei a prevenire il compimento di reati, devono rispondere ad una serie di requisiti (BARIATTI, *L'applicazione del d.lgs. n. 231*, 824 ss.).

¹⁸⁹ In tema: GINEVRA, *Il «sistema disciplinare»*, 307 ss.; TRAVERSI-GENNAI, *Diritto penale commerciale*, 257; MALAVASI, *Il market abuse*, 129 ss. La prima fase di tale procedimentalizzazione è quella della identificazione delle informazioni privilegiate, come ad esempio la individuazione degli specifici rischi finanziari o patrimoniali cui va incontro la società o una sua controllata a seguito di una determinata operazione negoziale (CHIARUTTINI, *Nuova legge*, 166). In questa fase può assumere un peso particolare la individuazione delle situazioni di crisi dell'emittente o del gruppo cui è a capo. In secondo luogo vi è il momento della vigilanza sull'informazione, onde consentire che l'informazione venga adeguatamente protetta da accessi non autorizzati (ST. FORTUNATO, *Modelli*, 1182). In terzo luogo vi è la fase della comunicazione al mercato (in cui può avere un peso anche la preventiva delineazione delle modalità di comunicazione delle informazioni sui mercati esteri). Quest'ultima fase si concreta nella preparazione del comunicato da diffondere al pubblico e nella sua approvazione da parte dell'organo deputato. Infine, v'è la fase della vigilanza sul sistema di gestione delle informazioni la cui efficacia dipende anche dall'esistenza di un idoneo sistema che agevoli le segnalazioni da parte del personale circa casi di infrazione. Tutti questi momenti necessitano, per realizzarsi in maniera efficiente, di essere preceduti da apposite attività preparatorie. Può essere utile, innanzitutto, che si proceda ad effettuare una classificazione delle informazioni privilegiate. Sarebbe opportuno, quindi, procedere ad effettuare una sorta di mappatura delle possibili categorie di informazioni *price sensitive*, con connessa individuazione dei rischi – più o meno potenziali –, della probabilità del loro verificarsi, del loro possibile impatto economico e delle responsabilità attinenti alla mancata rilevazione e pubblicazione delle informazioni (SANTI, *La responsabilità*, 99; BIANCHI, *Risk management*, 754; più in generale sugli obblighi di “mappatura” e di valutazione dei rischi che derivano dall'applicazione del d.lgs. n. 231 del 2001 cfr. GIUNTA, *Il reato*, 254 ss.; GELMINI, *Modelli di organizzazione*, 655 e 665 s.; ALBERTI, *Fondamenti aziendalistici*, 540 s.). Si è, ad esempio, suggerito di considerare come classi distinte di informazioni privilegiate i dati economici e patrimoniali, le operazioni di *merger & acquisition*, le operazioni di finanza straordinaria, la individuazione di nuovi prodotti o le decisioni che importano l'ingresso in nuovi mercati o in nuovi settori (ST. FORTUNATO, *Modelli*, 1183). Nel fare ciò potrebbe essere, inoltre, proficuo effettuare un'analisi storica delle informazioni privilegiate precedentemente comunicate al mercato onde verificarne la portata in termini di incidenza sui corsi dei titoli della società e sulle scelte dei soci e degli investitori. In secondo luogo sarebbe doveroso, in tale procedimentalizzazione del trattamento delle informazioni privilegiate (su cui v. anche CHIARUTTI-

9. *Prospettive societarie della trasparenza informativa: il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate e gli obblighi di informazione circa gli scambi.* – Nell’ambito di tale procedimentalizzazione della “gestione” delle informazioni privilegiate vengono individuati dal legislatore tratti

NI, *Nuova legge*, 158), individuare un “responsabile della procedura” per ogni singola classe di informazioni e sarebbe opportuno, inoltre, predisporre un apposito complesso di regole volto: alla delineazione delle clausole contrattuali finalizzate a garantire la riservatezza delle informazioni nel caso di loro trasmissione a terzi; alla individuazione delle modalità di conservazione delle notizie (regole di c.d. *document management*, come quelle concernenti la classificazione e archiviazione dei documenti e le *policy* di distruzione); e alla definizione delle circostanze che giustificano il ritardo della *disclosure* delle informazioni privilegiate (nel rispetto delle disposizioni dell’art. 114, t.u.f., su cui v. *ultra* cap. II, § 8; su questi aspetti v. ST. FORTUNATO, *Modelli*, 1183).

In questo contesto non si può non ricordare che il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. (art. 2.2.3, comma 3, lett. i) richiede espressamente come requisito per ottenere e mantenere la quotazione presso il segmento STAR la individuazione all’interno della struttura organizzativa dell’emittente della figura dell’*investor relator*, ossia di un soggetto professionalmente qualificato che abbia come incarico specifico la gestione dei rapporti con gli investitori. L’*investor relator* rappresenta l’emittente presso la comunità finanziaria ed ha il compito di chiarire agli investitori il valore dell’impresa e comunicare costantemente le scelte, le strategie ed i movimenti sul mercato dell’emittente. L’*investor relator* (che può essere anche un soggetto esterno alla società) nel caso di emittenti quotati nel segmento STAR deve essere obbligatoriamente interno, sì da poter essere coinvolto pienamente nelle decisioni strategiche. Anzi, si deve tener presente che nelle società di maggiori dimensioni esiste un vero e proprio dipartimento delle relazioni con gli investitori, l’*investor relation department*. Non è da escludere che l’*investor relator*, se interno alla struttura societaria, possa vedersi attribuite le competenze (o parte di esse) sopra delineate in materia di vigilanza sullo svolgimento delle varie fasi del procedimento di trattamento delle informazioni privilegiate. Tale requisito organizzativo, richiesto all’emittente al fine di essere quotato sul segmento STAR (insieme con il requisito costituito dalla particolare diffusione dei titoli dell’emittente sul mercato e unitamente agli specifici requisiti di flottante e di *corporate governance*), è funzionale al miglioramento della trasparenza e della tempestività delle informazioni fornite al mercato, con vantaggio per la diffusione dei titoli e per la liquidità del loro mercato (ANGELINI, *I mercati*, 32; circa la obbligatorietà dell’adesione al codice di autodisciplina per ottenere la quotazione al segmento STAR v. STELLA RICHTER, *Il nuovo codice*, 156; sui requisiti di *corporate governance* richiesti per accedere al segmento STAR v. BARTOLOMUCCI, *Modelli*, 407 e, con specifico riguardo alla presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti non esecutivi nel consiglio di amministrazione, REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, 402). Ciò comporta una conseguente riduzione del costo di raccolta del capitale per le imprese che accedono a tale segmento del Mercato Telematico Azionario, poiché queste si vedono assicurata una maggiore visibilità ed una certificazione di qualità e credibilità, funzionali al reperimento di capitali a condizioni più favorevoli ed alla valorizzazione dei propri titoli (ANGELINI, *I mercati*, 39). Da quanto esposto emerge che è proprio il sistema dei mercati regolamentati che richiede una particolare strutturazione organizzativa societaria. La quotazione della società, insieme con gli obblighi di informazione al mercato che ne scaturiscono, sembra cioè imporre la adozione di forme di organizzazione ai fini della corretta gestione delle informazioni privilegiate e talvolta (come nel caso del mercato STAR) ai fini della stessa quotazione (in tal senso, sotto il profilo comparatistico, si può rilevare che si è sottolineata l’importanza, per il sistema di *corporate governance* giapponese, della presenza di *outside directors* come strumento di prevenzione dell’*insider trading*: CANNON, *Nomura insider trading*, 14).

esplicitamente societari (nel contesto di una disciplina che ha un'origine e mantiene ancora una matrice legata alla regolazione dei mercati finanziari) con la normativa concernente il registro dei soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate. Gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire e mantenere regolarmente aggiornato questo registro, previsto dall'art. 115-*bis* t.u.f.¹⁹⁰, in cui vanno iscritti sia i soggetti che hanno "inevitabilmente" e "continuativamente" possesso delle informazioni privilegiate (gli amministratori della società quotata o della sua controllante), sia quelli che entrano in contatto con le informazioni privilegiate in forma del tutto accidentale¹⁹¹.

L'istituzione del registro dovrebbe indurre la società a maturare una maggiore consapevolezza circa il valore delle informazioni privilegiate e ad adoperarsi per lo sviluppo di procedure interne concernenti la circolazione delle informa-

¹⁹⁰ V. AULETTA-SALANITRO, *Diritto commerciale*, 249; TONELLO, *Corporate governance*, 144 s. e 677; COMPORI, *La nuova disciplina*, 68 s.; FIECCONI, *La nuova disciplina*, 1769; ST. FORTUNATO, *Modelli*, 1177; BARTOLOMUCCI, *Market abuse*, 922; PEDERZINI, *Art. 115-bis*, 994 ss.; ASSONIME, *La disciplina sugli abusi di mercato*, 641 s.; CHIARUTTINI, *Nuova legge*, 156. In tema si veda anche COZIAN-VIANDIER-DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 433; HAYNES, *Market*, 325 s.; MELROSE, *Insider dealing*, 297; PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 127 ss.; FR. MUCCIARELLI, *L'abuso*, 1469 s., che sottolinea il problema della istituzione di un unico o di più registri nel caso dei gruppi di società. In relazione alla liste di *insiders* come strumento funzionale alla riduzione dell'accesso ai benefici privati del controllo v. PSARAKIS, *One share – one vote*, 722.

Il disposto dell'art. art. 115-*bis* t.u.f. ha le proprie radici nell'art. 6.3 della direttiva 6/2003 del 28 gennaio 2003, ma ha una portata relativamente più ampia di quella della norma comunitaria. Infatti, quest'ultima, nell'imporre agli Stati membri di disporre che gli emittenti o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto istituiscano un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, fa riferimento esclusivamente alle persone che hanno tale accesso e che lavorano per loro, in virtù di un contratto di lavoro o altro. Sul punto non incide più di tanto neanche la direttiva 72/2004 del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 6/2003. L'art. 5 della direttiva 72/2004 si limita a disporre le modalità di iscrizione nel registro e le regole che presidono alla sua tenuta, ma non amplia il novero dei soggetti da iscrivere già segnato dall'art. 6.3 della direttiva 6/2003 (le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento del registro sono fissate a livello comunitario, appunto, dall'art. 5 della direttiva 72/2004 e, a livello nazionale, dagli articoli da 152-*bis* a 152-*quinquies* del regolamento Consob 11971). Invece, la disciplina italiana sembra avere una portata più estesa, perché impone agli emittenti quotati ed ai soggetti in rapporto di controllo con essi di iscrivere nell'apposito registro non solo le persone che, in ragione dell'attività lavorativa, hanno accesso alle informazioni, ma anche quelle che accedono alle informazioni privilegiate in forza dell'attività professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte (in questo senso si indirizza anche il documento CESR, *Market abuse directive*, 08-274, 5).

¹⁹¹ Come colui che funge temporaneamente da consulente: ANNUNZIATA, *Abusi*, 29. Ciò che rileva è che tali soggetti abbiano la possibilità di accedere alle informazioni; per questa ragione, devono essere "schedati", onde consentire un più agevole riscontro di eventuali atti illeciti.

Peraltro, allorché sia venuta meno la ragione che ha determinato la conoscenza dell'informazione, si dovrà annotare senza indugio nel registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate che la persona iscritta nel registro non ha più tale accesso ed a partire da quale momento (*ex art. 152-ter*, lett. c, del regolamento Consob 11971, che riprende il disposto dell'art. 5, comma 3, lett. c, della direttiva 72/2004 del 29 aprile 2004).

zioni privilegiate e il monitoraggio delle stesse¹⁹². Al contempo il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate può consentire di identificare agevolmente e in anticipo i soggetti che sono in possesso di informazioni privilegiate in relazione ad un determinato strumento finanziario quotato o in riferimento ad un emittente quotato¹⁹³.

In vista di tale funzione il novero dei soggetti tenuti ad effettuare l'iscrizione in tale registro è più ampio di quello cui si riferisce l'obbligo di diffusione delle informazioni privilegiate. Infatti, l'obbligo di procedere ad aggiornare il registro in questione incombe non solo sugli emittenti quotati e sui soggetti che li controllano, ma anche su coloro che agiscono in loro nome o per loro conto¹⁹⁴.

Accanto al registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate si pone un altro strumento volto a contrastare gli abusi delle stesse. Si tratta dell'obbligo che grava su determinati soggetti, che si presume conoscano le informazioni privilegiate, di rendere pubbliche le operazioni effettuate sugli strumenti finanziari degli emittenti quotati¹⁹⁵, in un intreccio di disciplina societaria e disciplina del mercato mobiliare.

In effetti non si tratta di una novità assoluta, poiché già una embrionale disciplina era presente nel corpo della legge n. 216/974¹⁹⁶. L'attuale disciplina di-

¹⁹² STAIKOURAS, *The conundrum*, 362.

¹⁹³ In tema AMATI, *Art. 184*, 1051. In tale direzione sembra porsi anche l'art. 25, comma 2, della direttiva 39/2004 del 21 aprile 2004, secondo cui le imprese di investimento devono tenere a disposizione dell'autorità competente, per almeno cinque anni, i dati riguardanti tutte le operazioni su strumenti finanziari che hanno concluso, sia per conto proprio sia per conto dei clienti. Sulla direttiva 39/2004 v. SÁNCHEZ CALERO, *Nueva reforma*, 269 ss.

¹⁹⁴ Quindi, il dovere incombe su tutti coloro che, operando nell'interesse della società quotata o dell'ente che la controlla, conoscono quali siano i soggetti che possono avere accesso alle informazioni privilegiate.

¹⁹⁵ Con riferimento agli Stati Uniti (*post* 2002) si è precisato che la evidenziazione delle partecipazioni dei soggetti cosiddetti *insiders* (amministratori, alti dirigenti e soci titolari di partecipazioni superiori al 10%) permette di fare emergere meglio anche le eventuali frodi finanziarie e gli abusi (o i tentativi di abuso) delle informazioni privilegiate perpetrati tramite compravendite di titoli da parte di tali soggetti. Tali dati, da fornire tramite appositi *form*, devono essere registrati sul sito *internet* della società, onde essere accessibili a tutti: TONELLO, *Corporate governance*, 660 ss.; *Id.*, *Sulla trasparenza*, 2 ss.

¹⁹⁶ L'art. 17, comma 1, legge n. 216/1974, prevedeva che gli amministratori, i sindaci e i direttori generali di società con azioni quotate in borsa dovevano, entro trenta giorni dalla data di accettazione della nomina o dalla data dell'acquisto, indicare per iscritto alla società e alla Consob le partecipazioni nella società stessa – o in società da questa controllate – possedute direttamente o indirettamente da loro, dai coniugi non separati legalmente e dai figli minori (su tale disposizione v. ALESSI, *Insider trading*, 161; BARTULLI, *Problemi*, 493 s.; CORAPI, *Inside information*, 700 s.; MIGNOLI, *Nuove leggi*, 431 s.; RAGUSA MAGGIORE, *Insider trading*, 337; ROSSI, *L'informazione societaria*, 204 s.; SEMINARA, *Insider*, 255 ss.; WEIGMANN, *Insider trading*, 4). In più i medesimi soggetti erano tenuti in base all'art. 17, comma 4, legge n. 216/1974, ad informare la Consob, entro quindici giorni dalla fine di ciascun trimestre successivo alla prima comunicazione, delle ulteriori operazioni di acquisto o di vendita effettuate nel corso del trimestre con indicazione del prezzo. Sul punto v. anche TONELLO, *Corporate governance*, 670. Circa la impossibilità, però,

sposne (art. 114, comma 7, t.u.f.) che i soggetti in grado di possedere informazioni privilegiate¹⁹⁷ devono comunicare non solo all'Autorità di vigilanza (come in passato), ma anche al pubblico tutte le operazioni, aventi ad oggetto azioni o altri strumenti finanziari collegati ad esse, da loro effettuate anche per interposta persona¹⁹⁸.

Tutti i soggetti "rilevanti" (tranne chi detenga una partecipazione, pari almeno al 10% del capitale sociale con diritto di voto dell'emittente quotato, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato) sono tenuti a comunicare alla Consob e all'emittente quotato le operazioni di compravendita entro cinque

di avvalersi del disposto dell'art. 17 della legge 216/1974 al fine di reprimere l'abuso di informazioni privilegiate v. BARTALENA, *L'abuso*, 50 (secondo il quale la norma aveva la finalità non tanto di prevenire l'*insider trading* ma di monitoraggio sulle partecipazioni assunte dagli *insiders* onde consentire di controllare i tentativi di scalata interni alla stessa società); P. CARBONE, *Nuovi illeciti*, 466.

¹⁹⁷ In effetti la categoria è abbastanza ampia perché comprende non soltanto i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo in un emittente quotato e i dirigenti che hanno accesso in maniera regolare a informazioni privilegiate e hanno il potere di adottare decisioni gestorie potenzialmente idonee ad incidere sulla evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato (o di una società controllata, direttamente o indirettamente, da un emittente quotato, se il valore contabile della partecipazione nella predetta società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato: v. art. 152-*sexies*, comma 1, lett. c.3, reg. 11971), ma anche tutti coloro che detengano «azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato» (COMPORI, *La nuova disciplina*, 68). Inoltre, sono tenuti ad effettuare la comunicazione anche il coniuge non separato legalmente, i figli, anche del coniuge, a carico, nonché i genitori, i parenti e gli affini conviventi dei soggetti sopra indicati. *Ex art. 152-*sexies*, lett. d, regolamento Consob 11971*, questi ultimi soggetti vengono ricompresi nell'ambito della figura delle *persone strettamente legate ai soggetti rilevanti* (ossia quelli di cui all'art. 114, comma 7, t.u.f.). Nell'ambito di tale categoria rientrano anche le persone giuridiche, le società di persone e i *trust* in cui un soggetto rilevante o uno dei suoi "congiunti" (come sopra individuati) sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione; le persone giuridiche, controllate direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o dai suoi "congiunti"; le società di persone i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di uno dei suoi "congiunti"; i *trust* costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o di uno dei suoi "congiunti". Con riferimento alle operazioni di compravendita di strumenti finanziari quotati (e perciò da segnalare al mercato) effettuate da questi soggetti, l'art. 152-*octies*, comma 1, regolamento 11971 dispone che siano i soggetti "rilevanti" (come sopra specificati) a comunicare alla Consob le relative operazioni.

¹⁹⁸ In tema v. anche RACUGNO, *Internal dealing*, 393 s. e RORDORF, *Ruolo*, 816. La comunicazione riguarda solo le operazioni il cui importo complessivo raggiunge i cinquemila euro entro la fine dell'anno, importo ottenuto sommando le operazioni, relative alle azioni e agli strumenti finanziari ad esse collegati, effettuate per conto di ciascun soggetto rilevante nonché quelle effettuate per conto delle persone strettamente legate a tali soggetti (art. 152-*septies*, comma 3, lett. a e comma 4 del regolamento 11971: sul punto SEPE, *Nuovi profili*, 13; ID., *Profili evolutivi*, 768). Il legislatore, a prescindere dall'adesione o meno all'impostazione che riconosce carattere informativo alle operazioni di *trading* degli *insiders*, reputa che un quantitativo di azioni inferiore a tale soglia sia eccessivamente modesto per poter incidere sulle scelte di investimento degli altri operatori di borsa (*lato sensu intesi*).

giorni¹⁹⁹ di mercato aperto a partire dalla data della loro effettuazione. Per quanto attiene alla *disclosure* a favore del mercato di tali operazioni, sarà compito della società quotata dare pubblicità alle informazioni ricevute²⁰⁰.

¹⁹⁹ Invece, chi detenga una partecipazione, pari almeno al 10% del capitale sociale con diritto di voto dell'emittente quotato, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato comunica alla Consob e pubblica le informazioni entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione (art. 152-*octies*, comma 4, reg. emittenti).

²⁰⁰ In particolare l'emittente quotato pubblica le informazioni ricevute entro la fine del giorno di mercato aperto successivo a quello del loro ricevimento e le trasmette contestualmente al meccanismo di stoccaggio autorizzato (art. 152-*octies*, comma 3, reg. emittenti). Nel caso di comunicazioni da effettuarsi da parte di chi detenga una partecipazione, pari almeno al 10% del capitale sociale con diritto di voto dell'emittente quotato, nonché da parte di ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato, la società quotata potrà procedere ad effettuare la comunicazione al pubblico a condizione che, previo accordo, tali soggetti rilevanti inviino le informazioni indicate all'emittente quotato, nei termini indicati al comma 4 dell'art. 152-*octies*, reg. emittenti. In tal caso l'emittente quotato pubblica le informazioni entro la fine del giorno di mercato aperto successivo a quello in cui ha ricevuto le informazioni dai predetti soggetti rilevanti.

Manca l'indicazione delle operazioni degli *insiders* sulle obbligazioni, poiché non sembra possibile assimilare le obbligazioni (tranne quelle convertibili) agli "strumenti finanziari collegati alle azioni" cui si riferisce la norma in esame. Conferma di ciò si ha prendendo in esame l'art. 152-*sexies*, comma 1 del regolamento Consob 11971, secondo cui per "strumenti finanziari collegati alle azioni" si intendono gli strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere le azioni; gli strumenti finanziari di debito convertibili nelle azioni o scambiabili con esse; gli strumenti finanziari derivati sulle azioni indicati dall'art. 1, comma 3, del t.u.f. (oltre agli «altri strumenti finanziari, equivalenti alle azioni, rappresentanti tali azioni»; alle «azioni quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato» e agli «strumenti finanziari collegati alle azioni; e, infine, oltre alle «azioni non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato, quando il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato, come risultante dall'ultimo bilancio approvato»). Probabilmente ciò è dovuto alla convinzione che le operazioni speculative sulla base di informazioni privilegiate si svolgano sugli strumenti finanziari che presentano una maggiore ricettività rispetto alle informazioni *price sensitive* e che le obbligazioni (non convertibili) non presentino un elevato grado di ricettività verso questo tipo di informazioni. Aspetto criticabile appare, invece, quello concernente i tempi dell'informazione. Vengono, infatti, concessi cinque giorni per effettuare la *disclosure* (art. 6, comma 1, direttiva 72/2004 e art. 114, comma 7, t.u.f. che rinvia all'art. 152-*octies* del regolamento 11971) – per non parlare della possibilità data dall'art. 10 della direttiva 72/2004 di effettuare la comunicazione anche tramite posta: TONELLO, *Sulla trasparenza*, 7 s. –, il che appare eccessivo, considerato che tale lasso temporale, nell'epoca dell'*online trading*, rappresenta quasi «un'eternità per la borsa» (ID., *Corporate governance*, 667). Addirittura ai soggetti titolari di una partecipazione pari almeno al 10 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato, rappresentato da azioni con diritto di voto – nonché ad ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato – è riconosciuto un termine più ampio per effettuare la comunicazione. Ex art. 152-*octies*, comma 4, regolamento Consob 11971, questi soggetti comunicano alla Consob e pubblicano le informazioni entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione.

CAPITOLO SECONDO

L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA
E LA DISCIPLINA DELLA *DISCLOSURE*

SOMMARIO: 1. La nozione di informazione privilegiata: il suo carattere non pubblico. – 2. La precisione delle informazioni privilegiate. – 3. (*Segue*). Il problema dell'ampiezza della nozione di informazione privilegiata. I *rumours*. – 4. (*Segue*). – 5. Il carattere *price sensitive* delle informazioni. – 6. La natura non necessariamente finanziaria delle informazioni. – 7. Il problema del momento a partire dal quale un'informazione deve essere resa pubblica e la questione della sua conoscenza all'interno della struttura organizzativa societaria. – 8. Possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni. – 9. La *selective disclosure* e la comunicazione di informazioni privilegiate a terzi.

1. *La nozione di informazione privilegiata: il suo carattere non pubblico.* – Si rende, a questo punto, necessario individuare il concetto di informazione privilegiata e delineare la disciplina della informazione c.d. continua. Ciò è funzionale a delimitare l'ambito delle riflessioni che saranno svolte¹ in relazione alle conseguenze civilistiche scaturenti dalla mancata diffusione di informazioni *price sensitive* e dall'*insider trading* (reso possibile dalla inottemperanza agli obblighi derivanti dall'art. 114 t.u.f.)².

¹ V. cap. III.

² Si deve preliminarmente precisare che vi sono informazioni che, pur essendo oggetto di comunicazione obbligatoria a favore del pubblico e pur essendo disciplinate dal medesimo capo I del titolo III del t.u.f. (concernente, appunto, l'informazione societaria), non costituiscono necessariamente informazione privilegiata. L'art. 114-*bis* t.u.f., ad esempio, stabilisce che l'adozione da parte della società di piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori, oltre a dover essere approvata da parte dell'assemblea ordinaria, obbliga l'emittente a mettere a disposizione del pubblico (almeno quindici giorni prima dell'assemblea) una apposita relazione contenente le informazioni concernenti: le ragioni che motivano l'adozione del piano di *stock options*; l'indicazione dei soggetti beneficiari del piano; le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati. Tale obbligo di informativa del pubblico sorge indipendentemente dalla natura privilegiata delle informazioni in questione (SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza*, 370 s.), anche se nulla toglie che la noti-

Si può notare che il legislatore non ha tipizzato (reputandolo impossibile) tutti gli eventi che potenzialmente possono dare vita a informazioni privilegiate. È stata dettata una disciplina di carattere generale³, che demanda all'interprete la individuazione delle fattispecie concrete sussumibili in quella astratta e generale⁴.

zia in questione possa essere oggetto di pubblicità *ex art.* 114 t.u.f., qualora ne ricorrano i presupposti, con possibile anticipazione della *disclosure* rispetto al momento previsto dall'art. 114-bis t.u.f. (POLLIO, *La remunerazione degli amministratori*, 139).

³ V. SFAMENI, *Art. 114*, 516.

⁴ La disciplina delle informazioni privilegiate risulta essere ormai così pervasiva che potrebbe anche limitare – se non essere di vero e proprio ostacolo a – una serie di operazioni che vengono ordinariamente compiute da parte delle società quotate sui propri titoli. Si tratta di operazioni che, ad essere rigorosi, dovrebbero reputarsi in violazione del divieto di utilizzo delle informazioni privilegiate, ma che risultano rispondenti ad esigenze comuni relative al funzionamento del mercato e generalmente reputate legittime dalla *business community*. Si fa riferimento alle operazioni di acquisto di azioni proprie (per un primo approccio al problema della relazione fra le operazioni di acquisto di azioni proprie e la disciplina anti-*insider trading* si veda WYMEERSCH, *The insider trading prohibition*, 79 s.) e di stabilizzazione dei corsi degli strumenti finanziari (art. 2, n. 7 del regolamento CE 2273/2003; in tema COSTI, *Il mercato mobiliare*, 294; sullo stato della questione – con riferimento ai primi anni novanta – in Italia e negli U.S.A., si veda CARBONETTI, *Acquisto*, 231 ss.; GRANDE STEVENS, *Osservazioni*, 1006 ss.; per una recente pronuncia che esclude la sussistenza di fattispecie di *insider trading* in un caso di artificioso sostegno dato alle quotazioni di titoli v. Corte di Giustizia UE, 10 maggio 2007, causa C-391/04, con commento di CARRIERO, 367). Per quel che attiene alla presente indagine, non viene in rilievo se tali operazioni possano o no risultare manipolative. Ciò che interessa, invece, è se queste operazioni possano ritenersi forme di utilizzo delle informazioni privilegiate a danno del mercato. In proposito è da rilevarsi che l'art. 8 della direttiva 6/2003 (sostanzialmente riprodotto in Italia dall'art. 183, comma 1, lett. b) t.u.f.) ha stabilito che i divieti – imposti dalla direttiva – non si applicano alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto né alle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità alle disposizioni di applicazione da adottarsi da parte della Consob (l'art. 183, comma 1, lett. b è stato da ultimo modificato con il d.lgs. n. 101/2009). In tema FERRARINI, *La nuova disciplina*, 69 ss. Con riferimento alle operazioni di stabilizzazione il primo comma dell'art. 9 del regolamento CE n. 2273/2003 prevede che i soggetti che effettuano operazioni di questo tipo devono comunicare al pubblico in maniera adeguata una serie di informazioni, tra cui: a) l'avvertenza che si potrà procedere alla stabilizzazione (con l'indicazione, però, che non vi sono garanzie che vi si proceda effettivamente e che potrebbe essere interrotta in ogni momento); b) l'avvertenza che le operazioni di stabilizzazione mirano a sostenere il prezzo di mercato dei valori mobiliari pertinenti; c) l'indicazione dell'inizio e della fine del periodo nel corso del quale la stabilizzazione potrebbe essere effettuata). È da precisare che nelle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario non rientrano le operazioni di vendita dei titoli acquistati al fine di stabilizzare i corsi dopo un'IPO tramite *greenshoes options*. Con la vendita delle azioni acquisite da parte delle banche in forza di *greenshoe option* (e quindi durante una fase di stabilizzazione del titolo) si possono realizzare utili ingenti, specialmente se le azioni sono state acquistate in sede di stabilizzazione ad un prezzo inferiore a quello dell'offerta (PETTIFER, *Are banks abusing*, 26 s.). Tali disposizioni sono state introdotte dal regolamento CE n. 2273/2003 del 22 dicembre 2003. In particolare, con riferimento alle operazioni di acquisto di azioni proprie, l'art. 6 del regolamento dispone che per poter beneficiare della deroga in questione e far sì che l'operazione non costituisca abuso di informazioni privilegiate è necessario che nel corso del programma di riacquisto di azioni proprie l'emittente si astenga dalla negoziazione nel caso in cui abbia deciso di rinviare la comunicazione

La nozione di informazione privilegiata come tracciata dall'art. 181 t.u.f. si compone di alcuni elementi: *a)* la indisponibilità al pubblico dell'informazione; *b)* la precisione dell'informazione; *c)* la sua attinenza, in via diretta o indiretta, ad uno o più emittenti o ad uno o più strumenti finanziari; *d)* la idoneità

al pubblico di informazioni privilegiate, nelle ipotesi in cui ciò è consentito. Pertanto, se ne può desumere che quando l'emittente abbia procrastinato la diffusione di informazioni privilegiate, non potrà effettuare l'operazione di acquisto di azioni proprie (SEPE, *Nuovi profili*, 11). Inoltre, in base all'art. 6, comma 1, lett. a) e comma 2, primo capoverso, regolamento CE n. 2273/2003, l'emittente, nel corso del programma di riacquisto di azioni proprie, non può neppure effettuare la vendita di azioni proprie, a meno che l'emittente sia un'impresa di investimento o un ente creditizio e abbia posto in essere barriere allo scambio di informazioni – “muraglie cinesi” – tra i responsabili del trattamento delle informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente e i responsabili delle decisioni relative alla negoziazione di azioni proprie; circa l'introduzione del meccanismo delle c.d. *Chinese walls* dapprima negli Stati Uniti e poi anche negli altri ordinamenti occidentali come strumento di segregazione informativa v. M. CAMPOBASSO, *L'imputazione*, 24 ss., spec. 27 ss. e 101 ss., con particolare riguardo all'individuazione di un'imputazione di conoscenza in capo alla società; si veda, però, STIGLITZ, *The international financial crisis*, 3, per una posizione fortemente critica verso la validità delle muraglie cinesi sulla base dell'osservazione che non mettono al riparo da ogni rischio). L'operazione di acquisto di azioni proprie potrà essere effettuata nel caso in cui – ex art. 6, comma 3, lett. a), regolamento CE n. 2273/2003 – il programma di riacquisto delle azioni fosse già stato predeterminato (rispetto al rinvio della *disclosure*), o nel caso in cui il programma di riacquisto di azioni proprie sia coordinato da un'impresa di investimento o da un ente creditizio che adotta le scelte in relazione alla negoziazione delle azioni dell'emittente senza essere influenzato dall'emittente stesso per quanto concerne il momento dell'acquisto: art. 6, comma 3, lett. b), regolamento CE n. 2273/2003.

Oltre a queste ipotesi di esenzione dalle disposizioni delle informazioni privilegiate e dalle relative sanzioni, esistono nella normativa comunitaria una serie di casi che appaiono molto vicini a quelli rientranti nel c.d. *safe harbour*, ma che in effetti altro non sono che precise indicazioni di fattispecie che, per quanto finite, si pongono al di fuori della disciplina. Il meccanismo del *safe harbour* è stato utilizzato negli U.S.A. dalla *rule 10b5-1* che, con riferimento all'espressione *on the basis of material nonpublic information* – usata per individuare chi compie atti di acquisto o di vendita sfruttando informazioni privilegiate –, reputa sufficiente il mero possesso dell'informazione (senza che sia necessario provare l'effettivo utilizzo della stessa: v. COX-HAZEN, *on Corporations*, 697 s.). In particolare la *rule 10b5-1* fornisce un *safe harbour* per «trading when the aware of material non-public information if the trade is strictly pursuant to a binding written contract to purchase or sale that was entered into before the defendant became aware of the inside information». L'art. 2.3 della direttiva 6/2003 dispone che il divieto di utilizzo delle informazioni privilegiate non si applica alle operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari quando questo obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona interessata sia entrata in possesso di un'informazione privilegiata. Si deve, inoltre, tenere presente il considerando 18 della direttiva 6/2003, secondo cui non dovrebbe essere reputato di per sé uso di informazioni privilegiate il fatto che i “*market makers*, gli enti autorizzati ad agire come controparti o le persone autorizzate a eseguire ordini per conto terzi in possesso di informazioni privilegiate si limitino, nei primi due casi, a svolgere la loro legittima attività di compravendita di strumenti finanziari o, nell'ultimo caso, a eseguire debitamente un ordine”. Non deve altresì valutarsi di per sé abusivo l'utilizzo di informazioni privilegiate allorché esso avvenga nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, al fine di ottenere il controllo di detta società o di proporre una fusione con essa – considerando n. 29 della direttiva 6/2003: cfr. SEPE, *Nuovi profili*, 12; STAIKOURAS, *Four years*, 800 – (dovendosi, invece, ritenere abusive quelle operazioni di acquisto dei titoli oggetto dell'o.p.a. che non siano funzionali al progetto di scalata).

dell'informazione ad influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari⁵.

Per quanto attiene alla non pubblicità dell'informazione si deve innanzitutto ritenere che possono reputarsi pubbliche tutte quelle informazioni che siano state rese note al mercato secondo le modalità previste dalle norme di legge e regolamentari⁶.

Se quanto appena detto risulta del tutto scontato, richiede invece maggiore attenzione il profilo della pubblicità "alternativa", ossia quella che si ha allorché un dato *price sensitive* sia divenuto noto al pubblico per il tramite di modalità non rispondenti alla disciplina normativa⁷. È sufficiente pensare a tutte quelle

⁵ Per tale suddivisione degli elementi fondanti il concetto di informazione privilegiata v. SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 334 e ANNUNZIATA, *Abusi*, 10.

⁶ ANNUNZIATA, *Abusi*, 10. Nel sistema svizzero si fa riferimento alla *confidential information* (che sia anche *price sensitive*): art. 161 del Codice penale svizzero. In tema: ZINGG-LANG-WYTTENBACH, *Insider trading in the Swiss*, 1; CHAIKIN, *The impact of Swiss principles*, 205.

⁷ Le informazioni privilegiate devono essere rese pubbliche attraverso un comunicato che deve essere inviato alla società di gestione del mercato, che ha l'obbligo di assicurarne la diffusione a favore del pubblico. Il comunicato deve, inoltre, essere inviato ad almeno due agenzie di stampa (la Consob ha il potere di dettare le modalità ed i termini di comunicazione delle informazioni, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali – ex art. 114, comma 1, t.u.f., come modificato dal d.lgs. n. 101/2009) e deve essere contestualmente trasmesso alla Consob, la quale ex art. 113-ter, comma 4, lett. b) e c), t.u.f. si occuperà anche dello "stoccaggio" delle informazioni, in mancanza di soggetti autorizzati – dalla stessa Consob – a compiere tale servizio (regolato dall'art. 113-ter t.u.f. e dall'art. 65-septies regolamento emittenti). In effetti, nel periodo transitorio (ossia fino a che non avrà inizio l'attività dei sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate – SDIR), lo stoccaggio di queste informazioni verrà effettuato tramite pubblicazione del comunicato sul sito *internet* dell'emittente (Consob, *Tabella sintetica delle modalità di pubblicazione delle informazioni regolamentate in vigore durante il periodo transitorio*, 1). In alternativa è possibile inviare il comunicato concernente le informazioni privilegiate attraverso il sistema telematico di trasmissione delle informazioni predisposto dalla società di gestione del mercato (ex art. 65-bis reg. emittenti, nota 78, punto IV.1, lett. a)). Si veda, anche, Consob, *Tabella sintetica delle modalità di pubblicazione delle informazioni regolamentate in vigore durante il periodo transitorio*, 1. Nel caso di Borsa Italiana s.p.a. si tratta del circuito *Network Information Systems* (NIS). Borsa Italiana e Consob hanno immediata visibilità sulle comunicazioni immesse nel circuito a cura degli emittenti (art. 2.7.1 del regolamento di Borsa Italiana s.p.a.). Nel caso in cui, per rispettare l'obbligo di dare pubblicità "senza indugio" all'informazione privilegiata, sia necessario diffondere il comunicato durante lo svolgimento delle contrattazioni, esso dovrà essere trasmesso alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della sua diffusione (art. 65-septies, comma 4, regolamento Consob 11971: cfr. BLANDINI, *Società quotate*, 305). Qualora la diffusione delle informazioni avvenga tramite uno SDIR, sarà questo ad assicurare il rispetto della disposizione. Il comunicato deve contenere gli elementi idonei a permettere di effettuare una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati. Occorre, inoltre, che il comunicato contenga collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti (art. 66, comma 2, lett. a), regolamento Consob 11971). Il nostro sistema regolamentare è intervenuto, in merito, anche per evitare che il comunicato avente ad oggetto le informazioni privilegiate possa trasformarsi in un meccanismo promozionale per la società emittente, a scapito delle esigenze informative del mercato. È, infatti, stabilito che la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e il *marke-*

ting delle attività della società emittente non possono essere combinati tra loro in maniera che potrebbe essere fuorviante (art. 66, comma 2, lett. c), regolamento Consob 11971; AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, 316 s.; PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 125).

In tema di modalità attraverso cui dare pubblicità alle informazioni privilegiate si deve fare riferimento all'art. 6 della direttiva 6/2003, secondo cui gli Stati membri dispongono che gli emittenti abbiano l'obbligo di far apparire sul loro sito *internet*, per un periodo adeguato, tutte le informazioni privilegiate che sono tenuti a rendere pubbliche. Sul punto è intervenuto il regolamento Consob 11971 disponendo (artt. 65-*bis*, comma 3 e 65-*septies*, comma 5) che gli emittenti devono pubblicare nel proprio sito *internet*, appositamente predisposto, le informazioni regolamentate entro l'apertura del mercato del giorno successivo a quello della loro diffusione. Le informazioni devono rimanere disponibili sul sito *internet* per almeno cinque anni (cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, 447, nota 37). La pubblicazione sul sito *internet* della società delle informazioni privilegiate, inoltre, è necessaria (anzi, era l'unica veramente necessaria prima della modifica del regolamento emittenti effettuata nell'aprile del 2009, visto che per gli altri segmenti del mercato la pubblicazione sul sito *internet* dell'emittente era effettuata solo ove un sito fosse effettivamente disponibile) affinché la società possa ottenere e mantenere la qualifica di STAR, ossia per essere quotata in quel segmento del Mercato Telematico Azionario relativo a società con capitalizzazione medio piccola (compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo di euro, *ex* combinato disposto dell'art. 2.2.3 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. e dell'art. IA.4.1.1 delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.), con una particolare diffusione dei propri titoli sul mercato, con specifici requisiti di flottante e di *corporate governance* (ANGELINI, *I mercati*, 32; v. anche *supra* cap. I, § 8). Questo meccanismo opererà, *ex* art. 65-*bis* reg. emittenti, nota 78, punto IV.1, fino alla data di inizio dell'attività dei sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate (SDIR), stabilita con il provvedimento di autorizzazione della Consob previsto dall'art. 113-*ter*, comma 4, lettera a), T.U.F., ovvero, in assenza di richieste di autorizzazione da parte dei soggetti interessati, fino alla data stabilita dalla Consob con apposito provvedimento. Il sistema di diffusione tramite SDIR – art. 65-*quinquies* regolamento emittenti – prevede che l'emittente che intende utilizzarlo deve concludere apposito contratto con uno degli SDIR autorizzati dalla Consob e deve comunicarlo alla Commissione (che ha accesso allo SDIR, così come la società di gestione del mercato: art. 65, comma 1, lett. h, regolamento emittenti) ed indicare ciò nel proprio sito *internet*. Allo SDIR va anche indicato il nome di un referente societario per i necessari contatti, *ex* art. 65-*quinquies*, comma 2, lett. b, reg. emittenti. Lo SDIR curerà la diffusione elettronica delle informazioni regolamentate, fungendo da tramite tra gli emittenti ed i *media*, ossia agenzie specializzate nella tempestiva diffusione elettronica al pubblico delle informazioni regolamentate ricevute dallo SDIR a cui sono connessi: art. 65, comma 1, lett. f e Allegato 3I reg. emittenti. L'informazione privilegiata deve essere trasmessa ai *media*, sulla base dell'art. 65-*bis*, comma 1, reg. emittenti, nel testo integrale senza *editing* ed in modo da assicurare la sicurezza della comunicazione, minimizzare il rischio di alterazione dei dati e di accesso non autorizzato nonché da garantire certezza circa la fonte di tali informazioni. Inoltre, le informazioni devono essere comunicate ai *media* in modo da chiarire che si tratta di informazioni regolamentate e da identificare chiaramente l'emittente in questione, l'oggetto delle informazioni e l'ora e la data della loro comunicazione da parte del soggetto ad essa tenuto (al fine di agevolare la individuazione di autori di eventuali abusi). Lo SDIR, deve assicurare la conservazione, per un periodo di almeno 3 anni, delle registrazioni di tutto il processo di elaborazione delle informazioni regolamentate (allegato 3I, 3.15, reg. emittenti).

Anche dopo che avranno iniziato ad operare gli SDIR, gli emittenti potranno decidere di non avvalersene. In tal caso la diffusione (c.d. in proprio) delle informazioni regolamentate dovrà essere effettuata secondo le modalità indicate dall'art. 65-*sexies* reg. Consob (dandone indicazione nel proprio sito *internet*), secondo cui l'emittente deve inviare alla Commissione un documento idoneo ad attestare che le modalità da utilizzare per la diffusione delle informazioni regolamentate

ipotesi in cui il pubblico sia venuto comunque a conoscenza dei dati rilevanti⁸ (ipotesi che vengono prese in considerazione dal legislatore con il quarto comma dell'art. 114 t.u.f.⁹ e con il quarto comma dell'art. 66 del regolamento Consob 11971¹⁰). In questi casi si rende necessaria la pubblicazione di un apposito comunicato al pubblico relativamente all'informazione in questione¹¹, a prescindere dal carattere più o meno qualificato e identificabile del soggetto che ha determinato la diffusione dell'informazione¹².

Tale fattispecie assume rilievo sia ai fini del concretarsi dell'*insider trading*,

sono conformi a quanto stabilito nell'allegato 3I del regolamento emittenti (concernente la individuazione dei requisiti tecnici e funzionali dei sistemi di diffusione dell'informazione). Qualora l'Autorità ritenga che le modalità di diffusione delle informazioni regolamentate non siano idonee ad assicurare il rispetto delle prescrizioni previste dall'allegato 3I, può proibire la negoziazione ai sensi dell'art. 113-ter, comma 9, lettera b), t.u.f. Ex art. 65-sexies, comma 3, reg. Consob gli emittenti devono essere in grado di comunicare alla Consob, in relazione a qualsiasi diffusione di informazioni regolamentate, una serie di dati: il nome della persona che ha comunicato le informazioni ai *media*; i dettagli di convalida della sicurezza; l'ora e la data in cui le informazioni sono state comunicate ai *media*; il supporto tramite il quale le informazioni sono state comunicate.

⁸ Come nel caso dell'amministratore che, rilasciando un'intervista, rivela informazioni non ancora rese pubbliche o nel caso del giornalista che riporta *rumour* in modo molto dettagliato (c.d. "anticipazioni").

⁹ Secondo la disposizione quando le società quotate ed i soggetti che li controllano, o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunicano nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni privilegiate ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1 dell'art. 114 t.u.f. ne danno integrale comunicazione al pubblico (simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale).

¹⁰ In base a tale norma, fermo restando quanto previsto dall'art. 114, comma 4, t.u.f., allorché in presenza di notizie diffuse tra il pubblico non ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, operazioni di finanza straordinaria relative a tali emittenti ovvero l'andamento dei loro affari, il prezzo degli stessi strumenti muti in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente, gli emittenti stessi o i soggetti che li controllano, ove interessati dalle predette notizie, pubblicano, senza indugio e con le modalità indicate nel capo I, un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa (sul punto v. PEDERZINI, *Art. 181*, 1023; PARALUPI, *La disciplina dell'informazione*, 304). In argomento v. il *consultation paper* del CESR, *Market abuse directive, Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, ottobre 2008, ref. CESR/08-717, 8, secondo cui gli emittenti non hanno obbligo di rispondere in presenza di *market rumours* totalmente infondati.

¹¹ ANNUNZIATA, *Abusi*, 11. In tema secondo il CESR, *Market abuse directive, Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, ottobre 2008, ref. CESR/08-717, 9, «*if and when the relevant publication or the rumour relates explicitly to a piece of information or information that is inside information within the issuer [...] a policy of "no comment" by the issuer would not be acceptable*».

¹² Come ad esempio: un amministratore incauto nel rilasciare un'intervista su dati non ancora resi noti al pubblico; un giornalista che riporta un *rumour* in modo dettagliato (c.d. anticipazione); i *rumours* di mercato la cui fonte non è identificabile con sicurezza.

sia ai fini civilistici dell'ipotizzabilità di una responsabilità in capo al soggetto che avrebbe dovuto effettuare la *disclosure* qualora la "fuoriuscita" della notizia mediante canali scorretti possa aver generato *rumours* tali da aver già influito sui corsi dei titoli dell'emittente¹³. Si tratta, cioè, di valutare se l'incapacità della struttura organizzativa della società nel mantenere la riservatezza della notizia possa avere una rilevanza esterna sotto il profilo civilistico¹⁴.

Non si deve poi trascurare il problema che attiene alla sufficienza della pubblicazione dell'informazione privilegiata al fine di escludere la natura di *inside information* (con le conseguenze che ne derivano in termini sia di responsabilità civile che di responsabilità penale). In particolare, ci si è chiesti se non sia necessario, allo scopo di escludere la natura di informazione privilegiata, che l'informazione non sia stata semplicemente diffusa secondo le forme imposte, ma che sia *divenuta pubblica*, ossia che sia stata recepita dal pubblico e assorbita dal mercato sotto forma di apprezzamento (o deprezzamento) del titolo.

Si è, infatti, affermato che l'*insider* dovrebbe rispettare un *waiting period* non solo al fine di consentire che l'informazione sia trasmessa dai *mass media*, ma anche al fine di garantire che il prezzo si adegui alle informazioni diffuse e che il pubblico sia posto in condizione di reagire¹⁵.

In senso contrario, però, si può rilevare che così facendo si rischierebbe di introdurre elementi di incertezza eccessivi in un settore che invece ha bisogno di elevati gradi di certezza.

Spunti a favore della tesi della necessità di un *waiting period* si sono avuti con la riforma del 1998. Il t.u.f., infatti, aveva adottato una formula particolare con l'art. 180, comma 3 [v.t.]: non si stabiliva più – a differenza di quanto av-

¹³ In relazione all'obbligo di *disclosure* nelle ipotesi di *rumours*, la comunicazione Consob 6027054 del 28 marzo 2006 (punto n. 28) ha ribadito che l'obbligo di informare il pubblico sorge allorché il prezzo di mercato degli strumenti finanziari varia in misura rilevante rispetto al giorno precedente. Sul punto BRUNO-RAVASIO, *Ambito soggettivo*, 1028.

Per HANSEN-MOALEM, *Comments on CESR Level 3*, 10 esistono due ipotesi in cui, di fronte ad un *rumour*, vi sarebbe un obbligo per l'emittente di *disclosure* della *inside information*: il caso di *fuga* di informazioni privilegiate per le quali si è proceduto a ritardare la *disclosure* e il caso in cui l'emittente abbia dato luogo ai *rumours* per effetto di una *selective disclosure*.

¹⁴ V. *ultra cap.* III. Negli U.S.A. si afferma che non vi è alcun dovere di correggere i *rumours* allorché essi non siano attribuibili all'emittente. Comunque se il *management* conferma «*the forecast to be made by an analyst or otherwise entangles the issuer with another's statements, there is a duty to correct on the part of the issuer*». Inoltre, si specifica che le *public companies* dovrebbero «*manage their proprietary information, not only for insider trading reasons*» ma anche per evitare di essere costrette ad effettuare premature *disclosures* a causa di *market rumours* dovuti a carenze nella vigilanza sulle informazioni: COX-HAZEN, *on Corporations*, 708; HAZEN, *Treatise on the law of securities*, § 12.9[10].

¹⁵ BERGMANS, *Inside information*, 72. Sul punto v. anche GIUSTI DEL GIARDINO, *L'informazione riservata*, 1459 e, sebbene in forma puramente incidentale, MIGNOLI, *Insider trading*, 453. A titolo di comparazione si deve rilevare che in Giappone si richiede un *waiting period* di dodici ore dalla diffusione dell'informazione (RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 225).

veniva sotto il vigore dell'art. 3 della legge n. 157/1991 – che per informazione privilegiata (ai fini della disciplina anti-*insider trading*) si doveva intendere un'informazione specifica che non era *stata resa pubblica*, ma si indicava come informazione privilegiata quella, avente un contenuto determinato, *di cui il pubblico non disponeva*.

Alla luce di tale modifica nella formulazione della disciplina si sosteneva in dottrina che l'art. 180, comma 3, t.u.f. [v.t.] rendesse necessaria una diffusione dell'informazione più ampia rispetto a quella imposta dall'art. 114 t.u.f.¹⁶. Sarebbe stato necessario, stando a questa impostazione, un livello di diffusione della notizia più penetrante rispetto a quello tracciato dall'art. 114 t.u.f. La tesi non risulta più condivisibile, considerato che il testo dell'art. 181, comma 1, t.u.f. prevede ora che informazione privilegiata è quella che (in presenza degli altri requisiti previsti dalla legge) *non è stata resa pubblica*. Anche da questo punto di vista si può sostenere che lo iato tra la disciplina dell'informazione continua e quella di repressione dell'*insider trading*¹⁷ sia stato ridotto¹⁸.

2. *La precisione delle informazioni privilegiate.* – Come prima indicato, l'individuazione di eventuali conseguenze civilistiche – scaturenti dalle violazioni delle norme di legge in materia di informazioni privilegiate – passa necessariamente anche attraverso la corretta delineazione del concetto di *precisione* dell'informazione. Sul punto il legislatore è intervenuto con la legge comunitaria 2004 (legge 18 aprile 2005, n. 62 – art. 9, comma 2), che ha recepito la direttiva 6/2003 introducendo elementi volti ad agevolare l'interprete nella definizione dei limiti della fattispecie. Innanzitutto, l'art. 181, comma 3, t.u.f., specifica – rispetto al passato¹⁹ – che un'informazione assume carattere di precisione

¹⁶ BARTALENA, *Art. 180*, 2003 s.

¹⁷ Su cui v. *supra* cap. I, §4.

¹⁸ Un altro aspetto problematico si pone – allorché non sia stata data pubblicità secondo le forme previste dal legislatore – con riferimento all'ambito entro cui deve essere appresa l'informazione affinché si possa dire che la sua conoscenza sia pubblica e ne sia legittima l'utilizzazione. La questione si presenta con riguardo ai casi in cui l'informazione è conosciuta non dalla generalità delle persone, ma soltanto dagli "addetti ai lavori" (ipotesi di c.d. *selective disclosure*, su cui *amplius ultra*, cap. II, § 9). La questione è stata sollevata da OPPO, *Osservazioni*, 308.

¹⁹ Mentre l'art. 180 t.u.f. v.t. al comma 3 prevedeva in termini estremamente generici che "per informazione privilegiata si intende un'informazione *specifica di contenuto determinato* (anche l'art. 3 della legge 17 maggio 1991, n. 157 parlava, anziché di precisione dell'informazione – "riservata"-, di *informazione specifica di contenuto determinato*: DI BRINA, *Il divieto*, 429), di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo", l'art. 181, comma 3, n.t. delinea i confini della fattispecie "informazione privilegiata" mediante – per quel che in questo ambito interessa – una nuova determinazione del carattere della "precisione". In relazione alla idoneità dell'informazione ad incidere *sensibilmente* sul prezzo dei titoli, la Corte Costituzionale, 1-14 dicembre 2004, n. 382, ha respinto la questione di legittimità sollevata in merito ad un pre-

qualora si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o *che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistere*²⁰ o ad un evento verificatosi o *che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà*²¹.

Il criterio in base al quale stabilire se un determinato complesso di circostanze sia tale da far reputare probabile il suo concretizzarsi è quello della *razionalità*. Tale giudizio dovrà svolgersi secondo criteri di diligenza qualificata, tenuto conto del fatto che la competenza a decidere se considerare o meno “privilegiata” un’informazione è degli amministratori.

Questo riferirsi della disposizione ad eventi o circostanze non ancora concretizzati o “formalizzati”²² (ossia per i quali *si possa ragionevolmente prevedere che verranno ad esistere o che si verificheranno*) importa, a differenza di altri

sunto carattere di imprecisione dell’espressione usata nella disposizione (sul punto P. CARBONE, *Artt. 180-187*, 1424; PEDERZINI, *Art. 181*, 1033; FENO-TRUCANO, *sub art. 181*, 3625). Tale requisito trova corrispondenza anche a livello di diritto comparato: ad esempio, in Gran Bretagna si richiede che l’informazione possa avere un *significant effect* sul prezzo dei titoli (DAVIES, *Gower and Davies’Principles*, 766). Circa la portata di tale requisito dell’informazione v. MEO, *Le società*, 303 s.

²⁰ FR. MUCCIARELLI, *L’abuso*, 1467 lamenta il carattere non agevolmente definibile dell’avverbio “ragionevolmente”.

²¹ Dal punto di vista comparatistico si deve rilevare che in Francia già la legge 3 gennaio 1983 faceva riferimento alle informazioni concernenti prospettive di un emittente o “prospettive di evoluzione di un valore mobiliare”, tant’è che la giurisprudenza – in maniera del tutto ovvia – ha considerato informazione privilegiata la conoscenza di un progetto di opa o dei conti di una società presentati dal consiglio di amministrazione (rispettivamente, *Affaire Otgi*, Parigi, 29 ottobre 1975 e *Affaire P*, Tribunale penale di Parigi, 28 gennaio 1985): v. SVETCHINE, *La repressione*, 70 s. e 72 s. L’attuale disciplina del regolamento generale AMF (art. 621-1, comma 2) prevede espressamente che l’informazione privilegiata debba essere precisa, ossia che si riferisca a un insieme di circostanze o a un evento che si sia già verificato o che sia «*susceptible de se produire*» (sul punto MOULIN, *L’AMF*, 38; DAIGRE, *L’information délivrée*, 646; SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 335, nota 5). In Francia la prima regolazione dell’*insider trading* si ha con l’*ordonnance* n. 67-833 del 1967 con cui viene istituita la *Commission des opérations de bourse* (HÉMARD-TERRÉ-MABILAT, *Sociétés commerciales*, 355 s.; LE CANNU, *Droit des sociétés*, 412 s.; BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées*, 269; DUCOULOUX-FAVARD, *Manquement*, 1708; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 58 ss.; CARRIERO, *Informazione, mercato*, 77 ss.; CORAPI, *Inside information*, 697; MARCHETTI, *Gli iniziati*, in *Riv. soc.*, 1972, 151 s., il quale critica la eccessiva ampiezza della disciplina francese di repressione dell’*insider trading*; ulteriori modifiche si sono avute nel 1988 e nel 1989: su tali interventi normativi v. CONTI, *La disciplina*, 201 s., e – più in generale – ANNUNZIATA, *La legge di riforma*, 613 ss.). La legge 70-1208 del 23 dicembre 1970 modificava l’*ordonnance* n. 67-833 del 1967 (BARTALENA, *Insider Trading*, 261; SVETCHINE, *La repressione*, 63, che sottolinea lo sviluppo della fattispecie a seguito delle riforme degli anni ottanta [1983, 1988 e 1989]: su quest’ultima cenni in VIANDIER, *The legal theory*, 62). Sulla disciplina anti-*insider trading* v. GUYON, *Droit des affaires*, 344; ROBERT-SVETCHINE, *Insider dealing*, 331 ss.; BAUVERT-SIRET, *Droit*, 308. Circa, invece, la attuazione in Francia della direttiva sul *market abuse* si rinvia (per una sommaria esposizione) a ZABALA, *France’s implementation*, 48 ss.

²² La parola tra virgolette è tratta dall’art. 2.2 della direttiva 124/2003 del 22 dicembre 2003. Si veda sul punto la disciplina britannica, secondo la quale un emittente deve rendere pubbliche le *inside informations* nei confronti del *Regulatory Information Service* il prima possibile, anche se *the event is not yet formalized* (MELROSE, *Insider dealing*, 296).

ordinamenti – come quello giapponese²³ –, una definizione in termini ampi della nozione di informazione privilegiata, poiché non è necessario che l'evento (contratto, operazione di modifica societaria che sia o altro) o le circostanze (come una decurtazione degli introiti in un determinato settore di attività) si siano “compiutamente” verificati²⁴, essendo sufficiente che possano *ragionevolmente* realizzarsi (potendosi in tal caso parlare di informazione *soft*, rispetto a quella *hard* che concerne un fatto accaduto²⁵). Pertanto, in presenza di eventi o di circostanze non ancora concreti sarà necessario verificare, con analisi di tipo probabilistico, se il contesto attuale sia tale da far razionalmente ritenere che possa scaturire un fatto (contratto, ristrutturazione societaria o altro che sia) che risponda alla nozione di informazione privilegiata²⁶.

²³ In Giappone, infatti, una proposta di decisione, anche se è sostanzialmente sicuro che la decisione verrà adottata e che, una volta presa, sarà *material* ai sensi dell'Article 166, paragraph 2, item i del *Financial Instruments and Exchange Act*, non viene reputata rientrare entro l'alveo della fattispecie astratta tracciata dal legislatore. Si tratta, come è stato efficacemente affermato, di un esempio «of the laws'sympathetic regard for traditional Japanese corporate courtesy»: RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 223. Sull'ordinamento nipponico v. *amplius ultra*, cap. III, § 1.

²⁴ V. ANNUNZIATA, *Abusi*, 12. In senso contrario si esprimevano, sulla base del t.u.f. e del regolamento Consob dell'epoca REGOLI, *Doveri di assistenza*, 796 e SFAMENI, *Art. 114*, 522: per essi l'informazione doveva riguardare *hard facts* e non *soft informations*. Attualmente, inoltre, l'art. 68 del regolamento emittenti prevede che possano essere oggetto di diffusione volontaria anche dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, nonché dati contabili di periodo a condizione che tali dati siano messi a disposizione del pubblico con le modalità previste dal medesimo regolamento. Peraltro, nel caso di volontaria diffusione di tali *soft informations* è fatto obbligo agli emittenti di verificare la coerenza dell'andamento effettivo della gestione con i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi diffusi e di informare *senza indugio* il pubblico, con le stesse modalità, di ogni loro rilevante scostamento (obbligo di *update*: MARCHETTI, *I controlli*, 155).

²⁵ Si utilizzano in questa sede le definizioni di *hard* e *soft information* (in relazione alla circostanza che il fatto si sia o no già verificato) fornite da: GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 561 s.; HAZEN, *Treatise on the law of securities*, § 12.9[7] [A]; STEINBERG, *Understanding Securities Law*, 313 (v. anche CESARINI, *Aspetti*, 117; DI BRINA, *Il divieto*, 432; MUCCIARELLI, *L'insider trading*, 934; PINARDI, *La responsabilità*, 355; SCARPA, *Organizzazione societaria*, 14 s.; ID., *Asimmetrie*, 500 s.). Nell'ambito di studi prettamente economici la *hard information* è quella che è facilmente riducibile ad un numero, mentre la *soft information* è quella che non è facilmente sintetizzabile con una cifra: PETERSEN, *Information: hard and soft*, 2.

Sul punto v. anche SEMINARA, *Insider*, 173 ss., spec. 177, il quale rinvia fra gli altri, per la conoscenza del dibattito circa l'opportunità di applicare le regole di *mandatory disclosure* alle *soft informations*, a DENNIS, *Mandatory*, 1197 ss.; STEINBERG-GOLDMAN, *Issuer*, 923 ss., spec. 934 ss.; HILER, *The SEC*, 1114 ss., spec. 1116-1123, – interessante per l'evoluzione della politica della SEC in tema di *disclosure* delle *soft informations* (in tema ROSSI, *L'informazione societaria*, 212). Anche COTTINO, *Proteo*, 281 s., segnala l'incertezza che si riscontra nell'esperienza americana circa l'individuazione delle informazioni e delle operazioni rilevanti. È possibile rinviare a GUERRERA, *La responsabilità*, 417 in relazione alla rilevanza delle *soft informations* nell'influencare i corsi azionari.

²⁶ PICONE, *Trattative*, 239. Secondo l'Autore l'obbligo di *disclosure* in caso di acquisizioni o di o.p.a. che interessino una società quotata sorge allorché gli organi competenti di tutte le società coinvolte approvino l'operazione, anche se il momento del perfezionamento del contratto sia suc-

È bene, però, tenere in adeguata considerazione che per accogliere tale proposta interpretativa dell'art. 181, comma 3, t.u.f. è necessario forzare la lettera dell'art. 66, comma 1, regolamento Consob 11971. Secondo questa disposizione gli obblighi di comunicazione previsti dal comma 1 dell'art. 114 t.u.f. sono ottemperati quando, al *verificarsi* di un complesso *di circostanze o di eventi, sebbene non ancora formalizzati*, il pubblico sia stato informato senza indugio. La disposizione, infatti, facendo riferimento al “verificarsi” di un evento o di determinate circostanze *price sensitive* sembra escludere dal novero delle informazioni privilegiate quelle attinenti a elementi razionalmente prevedibili (e, pertanto, altamente probabili, ma non ancora verificati). In effetti, considerata la gerarchia delle fonti, potrebbe sembrare opportuno ritenere che il riferimento ad *eventi o circostanze non ancora formalizzati* contenuto nel regolamento Consob rappresenti l'omologo regolamentare dell'inciso presente nell'art. 181, comma 3, t.u.f. (“che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza”), fornendosi così una impostazione in grado di garantire una sufficiente coerenza con il disposto legislativo all'art. 66, comma 1, del regolamento 11971.

La tesi, qualora accolta, porterebbe a rendere rilevanti ai fini della *disclosure* anche circostanze o eventi non ancora pienamente conclusi ma di cui è ragionevole ritenere la positiva conclusione²⁷, consentendo di dare rilevanza pubblicitaria allo sviluppo del processo genetico delle informazioni privilegiate²⁸. Siffatta nozione di notizia privilegiata consentirebbe, pertanto, di dare rilievo a questi fenomeni di progressione dinamica, alle ipotesi cioè di formazione a gradi del fenomeno negoziale (a rilevanza endosocietaria o esterna), permettendo, al contempo l'attivazione della disciplina di diffusione delle informazioni privilegiate allorché la fattispecie (negoziale o meno che sia) acquisisca un adeguato “livello” di probabilità²⁹.

cessivo. In questo ambito è possibile poi chiedersi se sia obbligatoria la *disclosure* – e se si possa riscontrare il reato di *insider trading* – allorché le informazioni riservate attengano a prospettive di sviluppo dei profitti della società (o del gruppo). In Francia (caso *Louis Vuitton Moët Hennessey*) l'Autorità di vigilanza – intervenendo sul secondo profilo del problema – ha stabilito che, se le informazioni non vengono utilizzate per trarre profitti ma per difendere la posizione di un socio dall'ostilità di un altro socio che, sulla base delle medesime informazioni, intende adottare scelte differenti circa l'avvenire della società o del gruppo, non sussiste il reato di *insider trading* e l'acquisto di azioni può essere considerato perfettamente legittimo. Si tratterebbe, cioè, secondo questa impostazione, di un acquisto di partecipazioni effettuato nell'ambito di una normale dialettica o scontro endosocietari. Sul punto SVETCHINE, *La repressione*, 79 s.

²⁷ TRIPODI, *Fasi*, 330 s. invece, sembra orientarsi nel senso di richiedere l'effettivo completamento della fattispecie.

²⁸ Le informazioni privilegiate non sorgono sempre in forma istantanea, ma spesso sono il risultato di processi lunghi, complessi, in cui si innestano varie fasi (si può fare riferimento alle operazioni di fusione – specie se precedute da trattative corpose-, alle riorganizzazioni aziendali o alle normali trattative negoziali, quando rilevanti per la formazione dei prezzi degli strumenti finanziari). In relazione alla rilevanza giuridica dei profili dinamici si vedano: ANNUNZIATA, *Abusi*, 18; SFAMENI, *Art. 114*, 523. Un cenno alla questione anche in FLICK, *Insider*, 989 s.

²⁹ Conferma a quanto detto può forse trovarsi nello stesso art. 66, comma 3, lett. a, reg. emit-

Ciò comporterebbe che le trattative, qualora non siano giunte ad uno stadio che consenta di presumerne come ragionevole l'esito positivo, non dovrebbero essere oggetto di obbligatoria comunicazione³⁰. Pertanto l'attività di *due diligence*³¹, gli impegni di riservatezza, le lettere di intenti ed i *memorandum of understandings* non costituiscono informazioni da rendere note al mercato nel caso in cui esauriscono la loro funzione nell'ambito delle trattative medesime³². Qualora, però, le lettere di intenti ed i *memorandum of understandings* rappresentino il segno di una ragionevole probabilità di realizzazione dell'operazione negoziale, allora sorge l'obbligo di renderle note al mercato³³ (e, secondo un

tenti, ove si dispone che le informazioni contabili di un emittente devono essere diffuse qualora abbiano raggiunto un *sufficiente grado di certezza*. L'espressione utilizzata risulta ambigua, poiché un dato o è certo (senza alcuna distinzione fra *gradi di certezza*), o non lo è. L'espressione, imprecisa, assume un senso solo se la si intende riferita a situazioni caratterizzate da un *ragionevole livello di probabilità*.

³⁰ Evitandosi così i problemi (di sopravvalutazione o di sottovalutazione dei titoli interessati) che potrebbero scaturire da un esito infruttuoso delle trattative medesime. Per PICONE, *Trattative*, 240 s., le trattative non possono essere oggetto di comunicazione al pubblico in quanto non costituiscono un fatto compiuto. In ambito statunitense si è affermato nel caso *Reiss v. Pan American World Airways* del 29 giugno 1983 con riguardo alle trattative di fusione che «*such negotiations are inherently fluid and the eventual outcome is shrouded in uncertainty. Disclosure may in fact be more misleading than secrecy so far as investment decisions are concerned*» (secondo BRANSON, *SEC nonacquiescence*, 1007 e 1025, le trattative inerenti ad acquisizioni societarie dovrebbero essere considerate *material* «*later rather than sooner in the acquisition process*»; v. anche RISTUCCIA, *Diffusione tempestiva*, 1699). Con il caso *Basic Inc. v. Levinson*, n. 86-279, 7 marzo 1988, però, la Corte Suprema ha messo in discussione tale orientamento ritenendo che anche le trattative relative ad una fusione possano essere rilevanti per il pubblico degli investitori, in relazione al grado di probabilità di realizzazione dell'operazione, alla differenza fra i prezzi di mercato ed il rapporto di cambio, alla importanza dell'operazione. Con la pronuncia *Basic Inc. v. Levinson* la Corte non è giunta ad affermare un generalizzato obbligo di *disclosure* delle trattative per una fusione, ma ha indicato che si debba effettuare una valutazione caso per caso. Da tale valutazione può sorgere un obbligo di non negare l'esistenza delle trattative. Alla base di tale orientamento della Corte Suprema vi è il convincimento che l'investitore è mediamente in grado di valutare la differenza tra un'operazione *in fieri* ed un'operazione ormai conclusa e di discernere le differenti conseguenze (RISTUCCIA, *Diffusione tempestiva*, 1700).

³¹ Preparatoria agli accordi, ma che può anche avere effetti di rottura delle trattative qualora emergono dati "inattesi".

³² In tal senso v. anche CARRIÈRE, "Merger & acquisition", 30.

³³ La Consob, ad esempio, con la comunicazione n. 6027054 ha indicato come oggetto di comunicazione le informazioni concernenti operazioni di acquisizione o di cessione, compiutamente definite «nei contenuti, senza riserva di trattative ulteriori, benché sottopost[e] alla condizione sospensiva della ratifica da parte dell'organo societario competente dell'emittente quotato» (sul punto SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 351). PICONE, *Trattative*, 243 s. ritiene che mentre una proposta irrevocabile non vada comunicata al mercato (visto che ci si muove all'interno di una fase prenegoziale ancora abbastanza "imprecisa"), invece un'opzione debba essere oggetto di *disclosure* (sempre che sia *price sensitive*). In questa seconda evenienza, infatti, si è in presenza di un contratto ormai perfetto fra le parti (e lo stesso può dirsi per il caso di un negozio sottoposto a condizione sospensiva: la comunicazione andrà effettuata subito, e non quando l'evento dedotto in condizione si verifichi). Nel senso del testo si esprime anche MEO, *Le società*, 307, il quale

certo orientamento, ciò si avrebbe anche nel caso in cui una fattispecie di acquisizione societaria fosse ragionevolmente probabile seppure non ancora definita con riguardo al prezzo³⁴). Al contempo – stando a tale ricostruzione – le decisioni consiliari della società quotata attinenti ad una trattativa negoziale potenzialmente *price sensitive* dovrebbero essere portate a conoscenza del pubblico solo qualora segnino un ragionevole grado di certezza circa l'esito positivo delle trattative, e non qualora attengano esclusivamente, ad esempio, ad accordi sulla preliminare *due diligence*³⁵ (la quale non dovrebbe avere ad oggetto, ovviamente, informazioni privilegiate non rese pubbliche, ma solo le informazioni già rese pubbliche o quelle che, non essendo privilegiate, non meritano di essere divulgate³⁶).

propende per una valutazione caso per caso. Anche secondo BAFIN, *Emittentenleitfaden*, 2.1.1.1, se ad una lettera di intenti segue una *due diligence* che soddisfa tutte le parti ci si trova di fronte ad una *Insiderinformation* (meglio, ad una *konkrete Information*).

³⁴ STAIKOURAS, *Four years*, 780.

³⁵ Inoltre, per PICONE, *Trattative*, 251 ss., qualora non si riesca a mantenere segrete le trattative ed esse abbiano già avuto un effetto sui corsi di borsa (nonostante non siano ancora giunte ad un ragionevole grado di probabilità di esito favorevole), sarà necessario effettuare egualmente la *disclosure*, onde evitare pericoli di eccessiva asimmetria informativa (v. in tal senso anche la comunicazione Consob DME/3019271 del 26 marzo 2003, secondo cui «poiché la diffusione di notizie frammentarie riguardanti sia emittenti quotati sia operazioni di sollecitazione in corso può alterare il regolare funzionamento del mercato, il preannuncio al mercato di future notizie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, può risultare utile solo se necessario per garantire la parità informativa»). In tal caso la diffusione delle informazioni dovrà essere la più completa e corretta possibile (per un orientamento per certi versi analogo con riguardo al panorama statunitense è possibile fare riferimento a BRANSON, *SEC nonacquiescence*, 1001 ss., spec. 1005 s.).

Peraltro, allorché venga delineato un progetto societario articolato in varie fasi, come ad esempio un progetto in cui ad una scalata segue una fusione, si rende necessario sin dal momento iniziale che l'informazione sia la più completa possibile con l'indicazione, onde evitare asimmetrie informative, che alla offerta pubblica di acquisto seguirà la fusione. Per RISTUCCIA, *Diffusione tempestiva*, 169, sarebbe da evitarsi una esasperata riservatezza nel caso delle fusioni, siccome la imposizione di un obbligo di *disclosure* assoluto. Nella dottrina americana sul punto v. BRUDNEY, *A note on materiality*, 723 ss.

³⁶ Il problema è di non modesta entità, tanto da far dubitare alcuni che l'attività di *due diligence* sia priva ora di basi legali solide (DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 796). Inoltre, si deve considerare che, secondo un certo orientamento di matrice statunitense, il meccanismo di indagine più corretto dovrebbe essere quello che tiene conto non solo del grado di probabilità che l'evento o il negozio previsto si verifichi, ma anche della *expected magnitude* della notizia. Si tratterebbe, in particolare, di bilanciare l'elemento probabilistico con quello della possibile rilevanza (in termini di influenza sui corsi) della notizia, cosicché anche se un evento presenti una scarsa possibilità di verificarsi, la incidenza potenzialmente rilevante della notizia sui prezzi potrebbe indurre a ritenere la notizia *material* e quindi obbligare alla sua diffusione (in tal senso COX-HAZEN, *on Corporations*, 662; per tale orientamento giurisprudenziale v. i casi *Kronfeld v. Trans World Airlines* e *Basic, Inc. v. Levinson* – su quest'ultimo caso riferimenti anche in VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 74 –; si è ritenuto, in un caso attinente ad una società petrolifera, che la semplice trivellazione di un terreno e la rilevazione dell'esistenza di petrolio

3. (Segue). *Il problema dell'ampiezza della nozione di informazione privilegiata. I rumours.* – Si deve, tuttavia, tenere in considerazione che una nozione siffatta di informazione privilegiata rischierebbe di essere eccessivamente ampia e di comprendere nel suo alveo anche notizie e informazioni oltremodo vaghe, generando un fenomeno di sovrainformazione potenzialmente idoneo a trarre in inganno ed a falsare le valutazioni degli investitori³⁷ (generando quel paradosso per il quale un eccesso di informazione dà luogo ad un difetto di attenzione³⁸).

A tale pericolo se ne potrebbe aggiungere un secondo. Una nozione sì lata di informazione privilegiata potrebbe implicare effetti distorsivi della concorrenza a svantaggio delle società quotate, specie se il settore di attività della società quotata è caratterizzato dalla presenza di altre imprese non quotate, aggressive e, soprattutto, non gravate dagli stessi obblighi di pubblicità verso il mercato³⁹.

È, inoltre, da tenersi in adeguata considerazione che l'art. 2, comma 2, della direttiva 124/2003, nello specificare il disposto dell'art. 1, comma 1, della medesima direttiva secondo cui una informazione ha «carattere preciso se si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente

costituire una informazione *material*, quantunque non vi fosse alcuna certezza circa la possibilità di sfruttare vantaggiosamente il giacimento, anzi affermandosi che anche una possibilità su quattro di sfruttamento del giacimento avrebbe reso l'informazione rilevante: LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 5:2; il ragionamento che viene condotto ha riguardo non tanto alla oggettiva rilevanza del carattere *material* dell'informazione, ma alla preoccupazione – forse esasperata – che un *trader* possa acquisire un – ingiusto – vantaggio sugli altri). La tesi della rilevanza della *expected magnitude* della notizia non sembra trovare appigli nel nostro contesto normativo (ove il carattere privilegiato di un'informazione è legato alla prevedibilità razionale del verificarsi di un evento o di un complesso di circostanze e non sussiste alcun indice che induca a bilanciarla con la *expected magnitude*) e appare, pertanto, non facilmente accoglibile.

³⁷ Il legislatore è intervenuto in relazione ai rischi di eccessi e ridondanze informative derivanti da accumulo di informazioni con l'art. 118-*bis* t.u.f., introdotto dall'art. 14, comma 1, della legge n. 262, del 28 dicembre 2005 (per un commento v. CAPRIGLIONE, *La nuova legge*, 3 ss.), modificato dall'art. 3 del d.lgs. n. 303, del 29 dicembre 2006 e successivamente integrato dal d.lgs. n. 101/2009. In base a tale disposizione la Consob deve stabilire con regolamento, tenuti in considerazione i principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione societaria, le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico (sia pure di carattere squisitamente finanziario, in base all'art. 89-*quater* del Regolamento Consob: GUACCERO, *Modalità e termini*, 104; v. anche PERNAZZA, *Società quotate*, 1489).

³⁸ SHAPIRO-VARIAN, *Information rules*, 6, prendendo a spunto le parole del premio Nobel Herbert Simon, infatti, aggiungono che «*Nowadays the problem is not information access but information overload*». In dottrina si afferma che non sempre una quantità maggiore di informazioni – rispetto ad una minore – migliora le capacità di scelta dell'operatore (MORERA, *Legislazione razionale*, 83). Sul punto esprime valutazioni analoghe GRANDE STEVENS, *Interesse dell'impresa*, 887. Con riguardo ai prospetti informativi nelle offerte al pubblico di prodotti finanziari COSTI, *Il mercato mobiliare*, 56 ritiene giustamente che non possa considerarsi adeguata un'informazione quando essa sia, anziché carente, "eccessiva" – in quanto comprensibile soltanto da una cerchia ristretta di soggetti dotati di particolari competenze in ambito finanziario. Per una valutazione negativa dei fenomeni di *information overload* v. PAREDES, *Blinded by the light*, 417 ss.

³⁹ Sottolinea tale pericolo MIGNOLI, *Quotazione e società*, 477.

ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà», dispone che si deve ritenere che gli emittenti abbiano ottemperato agli obblighi di *disclosure* delle informazioni privilegiate, quando, al *verificarsi* di un complesso di circostanze o di eventi, *sebbene non ancora formalizzati*, gli emittenti abbiano informato senza indugio il pubblico.

In base a tale combinato disposto sembra, cioè, che il legislatore comunitario non abbia effettuato una completa *reductio ad unum* del concetto giuridico “informazione privilegiata”⁴⁰. Se si interpreta la disciplina italiana ed in particolare l’art. 114 t.u.f. sulla scorta della direttiva 124/2003 risulta possibile ritenere che, mentre con riguardo alla repressione dell’*insider trading* hanno rilievo anche le fattispecie che ancora non si sono verificate ma rispetto alle quali si possa ragionevolmente reputare che verranno ad esistere, invece con riguardo al settore della *disclosure* le informazioni privilegiate devono riguardare eventi che sono già certi, sebbene ancora non *formalizzati* (o *ufficializzati*)⁴¹.

Questa lettura (che porterebbe a considerare rilevanti per l’operatività dell’art. 114 t.u.f. solo le informazioni concernenti eventi già realizzatisi⁴²) avrebbe il merito di ridurre i rischi di sovrainformazione, sopra segnalati, legati ad una interpretazione (più aderente alla lettera del combinato disposto degli artt. 114, comma 1 e 181, comma 3, lett. a), t.u.f.) che considera invece oggetto di *disclosure* obbligatoria anche le fattispecie non esistenti ma per le quali può ragionevolmente prevedersi la realizzazione.

È necessario, però, tener conto di alcuni dati economici e normativi che potrebbero essere funzionali alla riduzione dei rischi da sovrainformazione generati da una impostazione esegetica più attenta al dato letterale⁴³. Il primo elemen-

⁴⁰ MAGRO, *Manipolazioni*, 57 sottolinea i rischi che scaturiscono da una nozione unitaria di informazione privilegiata (valevole sia ai fini della *disclosure* a favore del mercato, sia ai fini della repressione dell’*insider trading*).

⁴¹ Secondo la Consob, *Recepimento della direttiva europea sugli abusi di mercato*, 29 novembre 2005 «la dizione non ancora *formalizzati* non può che riferirsi a eventi o circostanze comunque già verificatesi, in relazione alle quali, tuttavia, manca la definitiva *ufficializzazione*».

⁴² Sposa questa impostazione SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 336 s.

⁴³ Su tale impianto ermeneutico, peraltro, sembrano basarsi alcune richieste di divulgazioni di informazioni avanzate dalla Consob ex art. 114, comma 5, t.u.f.: circa lo stato di attuazione del piano industriale per un periodo pluriennale nonché le previsioni di scostamento per un determinato esercizio rispetto agli obiettivi programmati (caso Arena s.p.a., 20 e caso Snia s.p.a., 28); o con riguardo allo studio di ipotetiche integrazioni di una società con altri *partner* industriali (caso Omnia Network s.p.a., 29); o circa lo stato di definizione delle trattative relative alla partecipazione di una società ad un programma industriale (caso Finmeccanica s.p.a., 12); o in relazione alle trattative per il riscadenzamento dell’esposizione debitoria della società con le banche finanziatrici (caso Risanamento s.p.a., 20); o circa la prossima conclusione di importanti contratti (caso Risanamento s.p.a., 18 seppure a seguito della diffusione di *rumours* sul punto); o in merito alle trattative con un soggetto finanziatore (caso Fullsix s.p.a., 18); o circa lo stato di avanzamento di trattative concernenti una aggregazione (caso Banca Popolare dell’Emilia Romagna srl e Banca

to – di tipo economico – è costituito dal fatto che le informazioni rese pubbliche sono valutate non solo dai piccoli investitori ma anche (se non soprattutto) dagli investitori istituzionali e dagli analisti finanziari, sicché le informazioni rese note al mercato vengono “maturate” da soggetti attrezzati per “interpretare” le informazioni e riproporle al mercato⁴⁴ (sotto forma di indicazioni di *buy* o *sell* o di valutazioni e scelte degli investitori istituzionali nell’interesse dei propri clienti⁴⁵).

Il secondo elemento, di carattere giuridico, è costituito dal fatto che la nozione di informazione privilegiata rilevante ai fini dell’art. 114 t.u.f. è solo quella che attiene alle informazioni che concernono *direttamente* l’emittente o le società controllate (a differenza della disciplina in tema di *insider trading*, ove le informazioni *price sensitive* prese in considerazione sono anche quelle che concernono *indirettamente* tali società – *rectius*, una o più società). La permanente discrepanza fra la disciplina della diffusione delle informazioni privilegiate e quella di repressione del loro abuso induce a ritenere che le sole informazioni che rilevano ai fini dell’applicazione dell’art. 114 t.u.f. (e ai fini della individuazione di fattispecie di responsabilità: v. *ultra* cap. III) sono quelle che attengono all’emittente (e alle società controllate), con esclusione di quelle che non concernono la società emittente ma che riguardano il mercato in senso lato⁴⁶ (distinzione tra c.d. *corporate informations* – rilevanti per il disposto dell’art. 114 t.u.f. e per la disciplina di repressione dell’*insider trading* – e *market informations*⁴⁷).

Popolare di Milano srl, 18 e caso Mittel, 18 nel quale la Commissione ha richiesto un comunicato avente ad oggetto la prevedibile tempistica dell’eventuale sviluppo delle trattative); o ancora in relazione a possibili nuove iniziative da intraprendere (caso Isagro s.p.a., 89).

⁴⁴ Per tale osservazione v., *ex pluribus*, MARCHETTI, *I controlli*, 155. SGUBBI, *Il risparmio*, 350 sottolinea che le scelte “razionali” degli investitori vengono influenzate soprattutto (più che dalla diffusione di dati tecnici da parte degli emittenti) dalla divulgazione di opinioni e consigli da parte degli analisti finanziari.

⁴⁵ Circa i necessari costi di informazione societaria (in particolare: *costs of acquisition*, *costs of processing information*, *cost of verification [of the information]*) da sostenersi da parte degli investitori istituzionali v. GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms*, 549 ss. spec. 592 ss.; CESARINI, *Aspetti*, 119.

⁴⁶ In questo senso PISCITELLO, *Art. 114*, 951; CARRIÈRE, *I profili*, 361, il quale ritiene (366 e 370 ss.) che la *ratio* della disciplina della diffusione di informazioni privilegiate e quella della disciplina di repressione dell’*insider trading* facciano sì che le fattispecie rilevanti ai fini dell’applicazione dell’art. 114 t.u.f. possano essere meno ampie rispetto a quelle rilevanti ai fini della repressione dell’*insider trading*, onde evitare che le cautele che impongono di schivare gli eccessi informativi (che si possono determinare dando rilievo a fattispecie ancora incomplete) possano dar vita a situazioni “grigie” di cui gli *insiders* possano approfittare.

⁴⁷ Sul punto SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 348 e 353. Il CESR, con il documento intitolato *Market abuse directive, Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, novembre 2006, ref. 06/562, p. 8 s. individua in forma esemplificativa e non esaustiva alcune fattispecie di informazioni “di mercato” che non attengono direttamente ad un emittente ma che concernono indirettamente uno o più emittenti e che possono

Il terzo elemento, anch'esso di carattere giuridico, è costituito dal fatto che lo stesso art. 181, comma 3, lett. b), t.u.f. espressamente richiede che l'informazione, per essere considerata precisa, sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari. Tale indicazione serve a segnare il punto a partire dal quale può parlarsi di informazione privilegiata⁴⁸. Si tratta, quindi, di una disposizione che, limitando le informazioni da fornire al mercato esclusivamente a quelle che, sulla base di una valutazione prognostica, hanno una potenziale influenza sui prezzi dei titoli, serve a tutelare il mercato dai pericoli di *surplus* informativo. L'attribuzione a tale disposizione di una adeguata rilevanza nell'economia della disciplina della *disclosure* potrebbe forse permettere di limitare i rischi segnalati⁴⁹.

Un ultimo elemento, sempre di carattere giuridico, è rappresentato dal fatto che, pur accogliendo una nozione di informazione privilegiata da sottoporre a *disclosure* comprensiva delle circostanze o degli eventi non ancora concretizzati, sussiste comunque la facoltà per l'emittente di procrastinare la *disclosure* (nelle ipotesi e alle condizioni previste dall'art. 114, comma 3, t.u.f.⁵⁰), evitandosi così i danni al c.d.

essere rilevanti per l'*insider trading* (ma non determinano di per sé l'insorgere di obblighi di *disclosure* a carico dell'emittente), come i dati e le statistiche forniti da appositi enti pubblici, le decisioni del Governo circa la tassazione, le decisioni dell'autorità antitrust o delle autorità di vigilanza sulle società quotate – ovviamente finché tali elementi non siano divenuti pubblici – (si veda anche CESR, *Advice on level 2 implementing measures for the proposed market abuse Directive*, dicembre 2002, ref. 02-089d, p. 13 s. e, in dottrina, HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 422). Sulla distinzione fra *market informations* e *corporate informations* v., *ex pluribus*, COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 201 s. e FR. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, 26 e 30 s. Per un approccio diverso si può fare riferimento all'ordinamento giapponese, ove le *market information* non sono repute rilevanti ai fini dell'*insider trading*: RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 225.

Non può ritenersi essere una *market information* quella che attiene alla "minaccia" di una sanzione di tipo amministrativo da parte di un'autorità amministrativa (v. il caso Gemina spa, 193 e la notizia della dichiarazione del presidente dell'Enac del possibile avvio di una procedura di revoca di concessione e la relativa richiesta – rivolta da parte della Consob alla società interessata – di un comunicato di commento alle descritte affermazioni attribuite dalla stampa al presidente dell'Enac).

⁴⁸ FOSCHINI, *Il Diritto*, 185; ANNUNZIATA, *Abusi*, 13.

⁴⁹ Queste osservazioni non hanno probabilmente grande rilievo nei casi di fusione intragruppo (sul punto v. BRAGANTINI, *Il nuovo ruolo*, 72), ove vengono meno quelle cautele legate all'*instabilità* delle trattative della fusione (cautele funzionali anche a non urtare le esigenze delle parti della fusione e ad evitare che l'operazione naufraghi). Nel caso, infatti, di fusioni intragruppo l'operazione, pur essendo formalmente esito di una negoziazione fra soggetti distinti, in effetti risulta essere frutto di decisioni prese dalla capogruppo. In questo caso si deve ritenere che le informazioni sulla fusione (così come su tutte quelle operazioni infragruppo che siano idonee ad influire sul corso dei titoli) devono essere fornite sin dal momento in cui venga progettata la riorganizzazione della struttura del gruppo societario (o quella determinata operazione infragruppo: condivisibile è l'avviso di RISTUCCIA, *Diffusione tempestiva*, 1706).

⁵⁰ V. *ultra*, cap. II, § 8.

confidential planning degli emittenti e facendo gravare su di essi l'onere di evitare i rischi di un'informazione torrentizia (*rectius*, di una sovrainformazione).

È peraltro da valutare con adeguata attenzione che un'interpretazione fedele al testo letterale (e che quindi consideri informazione privilegiata ai fini della *disclosure* quella tracciata dall'art. 181 t.u.f. – incluso il riferimento agli eventi o ai complessi di circostanze che, quantunque non esistenti, siano ragionevolmente prevedibili) non sarebbe del tutto da scartare, considerato che lo stesso *European Securities Markets Expert Group* (ESME) – prendendo atto della situazione normativa – ha suggerito un ripensamento della unitarietà della nozione positiva di informazione privilegiata nei due ambiti relativi alla *disclosure* e alla repressione dell'*insider trading*⁵¹. La rimeditazione della unitarietà della nozione di informazione privilegiata viene caldeggiata anche da una parte della dottrina, che ritiene che la disciplina di divieto dell'*insider trading* debba operare sin dal momento in cui vi sia un complesso di circostanze potenzialmente rilevante per il mercato (anche se è ancora fortemente incerto se *information will be realised*), mentre la *disclosure* andrebbe effettuata solo nel momento in cui l'informazione *has become a reality*⁵².

Qualunque sia sul punto la scelta ermeneutica restano sicuramente esclusi dal campo di applicazione della disciplina della *disclosure* delle informazioni privilegiate i *rumours*, poiché rappresentano discorsi generici, indefiniti e di dubbia precisione⁵³. Il vero problema è costituito dalla pratica difficoltà di discernere il sottile confine che divide ciò che costituisce un *rumour* da ciò che non è più (o non è mai stato) tale. La difficoltà di percezione di questa distinzione è confermata da quelle analisi che evidenziano che i corsi dei titoli degli emittenti oggetto di una acquisizione societaria iniziano a crescere ancor prima dell'annuncio dell'operazione⁵⁴. Questo andamento dei prezzi dei titoli non deve necessariamente scaturire da un abuso di informazioni *price sensitive* non ancora rese pubbliche. Potrebbe, infatti, essere l'effetto della capacità del mercato di anticipare gli eventi o, più credibilmente, della capacità degli analisti finanziari di prevedere, facendo uso delle informazioni pubblicamente disponibili

⁵¹ ESME, *Report on Market abuse*, 7.

⁵² HANSEN-MOALEM, *Comments on CESR Level 3*, 4 s. In relazione a ciò si deve notare che in Gran Bretagna, onde evitare di non poter applicare la disciplina antecedente alla direttiva MAD 6/2003 ai casi di *insider dealing*, si è preferito mantenere all'interno della *section 118* del *Financial Services and Markets Act* – in attesa di una possibile revisione della direttiva MAD – la nozione (per la quale viene utilizzata l'espressione *super-equivalent*) di *relevant information which is not generally available* (RINGA), avente una portata più ampia rispetto alla nozione di *inside information* (FSA, *UK implementation*, 16 s. e 58; DOLAN-PARK, *Extension of the sunset*, 1; DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 803).

⁵³ FERRARINI, *La nuova disciplina*, 52. Sul punto v. anche FR. MUCCIARELLI, *L'abuso*, 1467. In merito si deve tenere in considerazione che sulla valutazione di una informazione come *rumour* può incidere anche la qualificazione della fonte dell'informazione: la stessa informazione – per quanto vera – potrebbe essere considerata un *rumour* se è riferita da un soggetto non qualificato.

⁵⁴ In particolare LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 124 ss. mettono in luce che i prezzi aumentano addirittura già circa 15 giorni prima della data di circolazione dei *rumours*.

sul mercato, l'evento (specie se si tratta di una prognosi sulla contendibilità del controllo delle società). È, però, da ritenere altrettanto – se non più – plausibile che l'aumento dei prezzi possa derivare da una fuga di notizie e da un conseguente utilizzo abusivo di informazioni privilegiate.

Le difficoltà segnalate sono strettamente collegate a due profili immanenti alla fattispecie “informazione privilegiata”. Si tratta, in primo luogo, del carattere dinamico delle informazioni: ogni informazione è in continua evoluzione e il suo livello di maturazione è costantemente *in fieri*. Ciò importa una prima resistenza alla configurazione in termini di precisione del concetto di notizia privilegiata⁵⁵. In secondo luogo non è agevole ridurre la nozione “informazione privilegiata” entro il canone della precisione, poiché ciò importa uno sforzo di oggettivazione della nozione – che indubbiamente deve essere fatto⁵⁶ – non facilmente compatibile con una fattispecie costruita dall'art. 181, comma 3, lett. b), t.u.f. anche in termini di reazione “apparentemente” soggettiva (circa la possibile incidenza del fatto oggetto dell'informazione sui corsi dei titoli in questione)⁵⁷.

A ciò si deve aggiungere che la nozione di informazione privilegiata risulta ancora più difficile da circoscrivere alla luce del disposto dell'art. 181, comma 4, t.u.f., secondo il quale l'informazione è privilegiata se costituisce *uno degli elementi* (e non l'elemento unico o principale) sulla base dei quali un investitore ragionevole prenderebbe le proprie decisioni di investimento/disinvestimento⁵⁸.

4. (Segue). – Nell'ambito della corretta individuazione delle informazioni (da diffondere al mercato e da distinguere dai *rumours*) appare opportuno affrontare un ulteriore spinoso profilo.

Si tratta della fattispecie delineata dall'art. 102, comma 8, t.u.f., secondo cui i soggetti *potenzialmente* interessati a lanciare un'o.p.a. possono essere destinatari di richieste da parte della Consob volte a far sì che vengano resi pubblici documenti e notizie necessari per la migliore informazione del pubblico⁵⁹. La soggezione dei *potenziali* offerenti a tale penetrante potere della Commissione (con la connessa facoltà di opposizione mediante reclamo motivato avverso le richieste della Consob *ex art.* 114, comma 6, t.u.f.⁶⁰) si realizza se si è verificata una fuga di notizie o se si sono diffusi fra il pubblico *rumours* (fondati o meno che siano)

⁵⁵ Secondo SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 334 e 349, mentre la disciplina anti *insider trading* concerne le informazioni attinenti a «conoscenze dinamiche», la disciplina tracciata dall'art. 114 t.u.f. riguarderebbe esclusivamente informazioni concernenti «conoscenze statiche» (ossia relative a eventi già esistenti): gli obblighi di *abstain* avrebbero un oggetto più ampio di quelli di *disclosure* (ID., *Disclose or abstain?*, 354).

⁵⁶ In senso favorevole ad una impostazione oggettiva SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 342 s.

⁵⁷ MAGRO, *Manipolazioni*, 55.

⁵⁸ Cenni a tale profilo problematico in BELLACOSA, “*Insider trading*”, 21.

⁵⁹ Per riferimenti sulla analoga disciplina francese v. DAIGRE, *Rumeur d'OPA*, 190.

⁶⁰ *Amplius ultra*, cap. II, § 8.

circa il possibile lancio di una offerta pubblica di acquisto (o di scambio) con concomitanti irregolarità nell'andamento dei titoli interessati⁶¹.

La richiesta indirizzata al potenziale offerente da parte della Consob volta ad ottenere la diffusione di notizie in merito a tali indiscrezioni attinenti a una presunta prossima scalata societaria non presenta profili particolarmente problematici allorché le indiscrezioni sono assolutamente infondate⁶². In questo caso, infatti, l'offerente ha solo il dovere di smentire, cui non consegue alcun portato di carattere negativo. La fattispecie, invece, diviene meno piana nell'ipotesi in cui i *rumours* non siano infondati. In questo caso l'interesse del pubblico alla completa conoscenza si può scontrare con l'esigenza dell'offerente di non rendere immediatamente nota al mercato una strategia di espansione non ancora definita nei suoi termini essenziali. Tale contemperamento di interessi dovrà essere effettuato sulla base del disposto dell'art. 114, comma 6, t.u.f., ossia dando comunque carattere preminente all'esigenza che il pubblico non sia tratto in inganno su fatti o circostanze essenziali (con conseguente rischio che da tale obbligatoria diffusione di notizie possa anche derivare il fallimento della progettata operazione, in una prospettiva in cui i mercati finanziari non risultano funzionalizzati al benessere degli emittenti). Resta fermo che se il soggetto non provvede ad effettuare la *disclosure* richiesta la stessa Consob potrà provvedere direttamente ad effettuarla (nei limiti in cui sia a conoscenza delle notizie su cui si basano i *rumours* diffusi).

5. *Il carattere price sensitive delle informazioni.* – L'art. 181, comma 4, t.u.f. interviene su uno dei problemi più complessi della materia, stabilendo che per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari⁶³, si deve intendere un'informazione che verosimilmente un investitore *ragionevole* utilizzerebbe nell'assunzione delle proprie decisioni di investimento⁶⁴.

⁶¹ Che potrebbero riguardare non solo i titoli della società potenziale *target*, ma anche i titoli della società potenziale *raider*.

⁶² Sempre che non si accerti che siano state volutamente diffuse dal *potenziale* offerente per alterare il mercato.

⁶³ Sotto il profilo della comparazione giuridica si può rilevare che il requisito della idoneità dell'informazione ad incidere sul prezzo dei titoli è preso in considerazione anche nelle economie emergenti. Ad esempio, nell'ordinamento argentino ci si riferisce, per delineare il concetto di informazione privilegiata, alla capacità dell'informazione di influenzare in maniera *sustancial* le condizioni o il prezzo di collocamento o i corsi dei titoli quotati (art. 2, decreto n. 677/2001, su cui CAMERINI, *El caso "Solfina Sayf"*, 519; per una breve disamina della disciplina argentina v. ONETTO-HERRERA, *Enforcement*, 541 ss.). Nell'ordinamento di Singapore si prevede che informazione privilegiata sia quella che concerne l'attività e gli affari di una società quotata che sia idonea (o che possa essere reputata *ragionevolmente* tale) a determinare un *significativo* cambiamento nelle quotazioni dei titoli dell'emittente (*Singapore Document 1*, 1202). Sull'ordinamento di Singapore v. LOKE, *From the fiduciary theory*, 123 ss.

⁶⁴ SEMINARA, *Insider*, 201 s., definisce, sulla base di un contesto normativo ben diverso, l'informazione di cui può essere vietato lo sfruttamento quella che risulta idonea a modificare so-

Coerente con tale ricostruzione è l'adozione del criterio dell'investitore razionale, ossia dell'investitore che, operando in forma ragionevole, terrebbe in considerazione l'informazione considerandola idonea ad influire sul prezzo e, quindi, sulle sue scelte di investimento o di disinvestimento⁶⁵, (sempre che non si accolga la tesi opposta, per la quale le scelte degli investitori si fondano sul criterio dell'irrazionalità⁶⁶ – o, in alcuni casi, sul *mal di schiena*⁶⁷ – e sempre che si depuri il sistema tracciato dal fenomeno del *noise trading*, ossia dell'attività di investimento/di-

stanzialmente, con la sua divulgazione, il valore di mercato del titolo. Negli Stati Uniti la giurisprudenza ha adottato un concetto analogo di *materiality* con le pronunce sui casi TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. e Elkind v. Ligett & Myers, Inc. (sull'argomento: LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 5:2; *Note: Should the Sec.*, 1433 e un cenno in JACOBS, *Disclosure and remedies*, § 20:171). Già secondo la direttiva 279 del 1979, schema C, punto 5, lett. a) la società aveva il dovere di informare il pubblico il prima possibile dei fatti nuovi importanti che si erano verificati nella sua sfera di attività che non erano di dominio pubblico, ma che potevano, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria o sull'andamento generale degli affari della società, provocare un'importante variazione del corso delle sue azioni (v. DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 790). La disposizione è stata ripresa dall'art. 68, comma 1, della direttiva n. 34 del 2001 (il cui art. 111 ha abrogato la direttiva 279/1979).

⁶⁵ In maniera analoga a quanto fa la giurisprudenza americana in tema di *materiality*: «*The Supreme Court has defined materiality in terms of the type of information that a reasonable investor would consider significant in making an investment decision*» (COX-HAZEN, *on Corporations*, 661 s.). Sotto il profilo comunitario l'art. 1.2 della direttiva 124/2003 dispone che per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi si deve intendere un'informazione che, presumibilmente, un investitore ragionevole utilizzerebbe come elemento su cui fondare le proprie decisioni di investimento. Si veda DENOZZA, *La nozione*, 591 ss. circa il problema della "ragionevolezza" dell'investitore.

La definizione di *información relevante* adottata in Spagna è sul punto più analitica, perché considera come *información relevante* quella «cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización» (art. 82.1 LMV – corsivo aggiunto). V. PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 124 (brevi cenni in GUILARTE, *Orden Ministerial*, 293 s.). In Spagna si è deciso di adottare due distinte nozioni di informazione a seconda che si faccia riferimento all'*insider trading* (*información privilegiada*, su cui si rinvia a FERNÁNDEZ, *Información privilegiada*, 1 ss.) o all'obbligo di divulgazione delle informazioni (*información relevante*). Sulla base dell'art. 81.1 LMV, ai fini della disciplina repressiva dell'*insider trading*, «Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación». Invece, ex art. 82.1 LMV «Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario». Riferimenti in DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 802. Per l'evoluzione della disciplina spagnola relativa all'abuso di informazioni privilegiate v. ZURITA, *The spanish system*, 185 ss.

⁶⁶ Riporta i termini della questione SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 340, facendo rinvio a MANDELBROT-HUDSON, *Il disordine dei mercati*, 27 ss. (spec. 219 ss. e 234 ss.) e a SGUBBI, *Il risparmio*, 347 s.

⁶⁷ SOROS, *Cattiva finanza*, 21.

sinvestimento che viene effettuata indipendentemente dal quadro informativo esistente – non tenendo *razionalmente* conto, quindi, di tutte le notizie e di tutti i dati disponibili⁶⁸).

La valutazione da effettuarsi non attiene alla verifica *ex ante* dell'incidenza che l'informazione potrà avere sui prezzi. Si tratta, piuttosto, di accertare l'incidenza che l'informazione potrebbe avere, se resa pubblica, sulla definizione delle scelte degli investitori ragionevoli (escludendosi la possibilità di individuare astratte soglie percentuali, sia pure vevolevoli per differenziate categorie di titoli, poiché sono innumerevoli i fattori che possono in merito incidere⁶⁹).

Vi sono ipotesi in cui la idoneità dell'informazione ad influire sui prezzi è fissata con norme di legge o regolamentari⁷⁰, come nel caso delle deliberazioni dell'assemblea di autorizzazione a contrastare un'o.p.a. adottate *ex art.* 104-ter, comma 4, t.u.f.⁷¹ o nelle ipotesi delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio o la proposta di distribuzione del dividendo, o il bilancio consolidato⁷² (art. 66, comma 3, lett. b, regolamento Consob 11971)⁷³.

⁶⁸ In relazione ai *noise traders* v. LANGEVOORT, *Theories, assumptions*, 854 e VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 85.

Sulla base di tale ragionamento, ad esempio, in Francia l'AMF (AMF, *commission des sanctions, déc.*, 10 mai 2007; commenta la decisione TORCK, *Modification*, 64) ha ritenuto essere *price sensitive* la notizia, non diffusa, circa la reale distribuzione del capitale sociale poiché tale informazione (*rectius*, la sua mancata diffusione) è risultata idonea a trarre in inganno gli investitori circa la capacità di determinati soci di incidere sulle decisioni sociali e circa il rischio relativo alla liquidabilità dell'investimento (considerato che si era rivelato al pubblico che determinati soci costituenti un "gruppo familiare" detenevano il 10% del capitale sociale – quando, invece, la loro partecipazione complessiva arrivava all'80%).

⁶⁹ SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 336.

⁷⁰ O casi in cui l'obbligo di *disclosure* di informazioni è imposto a prescindere dal carattere privilegiato dell'informazione.

⁷¹ Come modificato dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185 e dal d.lgs. n. 146/2009. V. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 92.

⁷² In tema di relazioni attinenti a dati contabili è bene segnalare che, in base all'art. 154-bis, comma 2, t.u.f., gli atti e le comunicazioni destinate alla diffusione al mercato concernenti l'informativa contabile annuale e infrannuale devono essere accompagnati da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari che ne attesta la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili (sul punto v. SAB. FORTUNATO, *Il dirigente*, 401 ss.; IRRERA, *Il dirigente*, 484 ss.; SANTOSUOSSO, *Il dirigente*, 133 ss.). La dichiarazione del dirigente preposto non accompagna ogni tipo di atto e comunicazione sociale avente riflessi o caratteristiche contabili proprio per evitare che ciò possa determinare un ritardo sistematico nella comunicazione al mercato di qualunque informazione *price sensitive* (così si esprime ASSONIME, *I doveri informativi*, 1463).

⁷³ Sul punto v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 291. Per riferimenti con riguardo alla situazione antecedente al t.u.f. si rinvia a RABITTI BEDOGNI, *Note sui doveri*, 471 ss. La *Guida per l'informazione al mercato*, 17 ss., rinvenibile sul sito www.iaaf.it, redatta su iniziativa di Borsa Italiana indica, con riferimento al 2002, in forma esemplificativa, alcune operazioni che, in funzione della loro natura e dimensione (e sulla base di un giudizio da effettuarsi caso per caso), possono considerarsi come idonee a generare informazioni *price sensitive*. Si tratta di: ingresso in, o ritiro da, un settore di *business*;

Allorché, invece, manchino indicazioni sia nella normativa comunitaria sia in quella nazionale circa l'idoneità dell'informazione a influenzare i prezzi a misura di un investitore ragionevole, sarà necessario che l'interprete fornisca una nozione di ragionevolezza. Il requisito cui ci si riferisce deve intendersi in termini di oggettività, ossia come facente rinvio a criteri di valutazione di tipo oggettivo: la ragionevolezza deve essere obiettivamente tale, altrimenti si versa nell'ambito della arbitrarietà. Né può trascurarsi che le sanzioni penali e amministrative che colpiscono l'utilizzazione delle informazioni privilegiate risultano compatibili solo con una impostazione oggettiva del requisito della ragionevolezza⁷⁴.

È da rilevare, però, che l'elemento in esame, pur sembrando a prima vista di facile individuazione, presenta ad una più accurata indagine profili di problematicità di difficile soluzione. Risulta, infatti, necessario per l'interprete stabilire anzitutto se la razionalità cui fa riferimento il legislatore sia quella di un ipotetico investitore medio o quella di una figura astratta di investitore professionale. La scelta che si effettua sul punto è determinante per ridurre o ampliare il novero delle informazioni privilegiate⁷⁵.

Secondo una prima impostazione se si facesse riferimento alla razionalità dell'investitore professionale si finirebbe per restringere i confini della nozione di

dimissioni o nomina di consiglieri d'amministrazione (in relazione all'importanza del ruolo da essi rivestito all'interno della società) o di sindaci (in relazione alle ragioni delle dimissioni); acquisto o alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami d'azienda; rinuncia all'incarico da parte della società di revisione; operazioni sul capitale o emissione di *warrant*; emissione di obbligazioni e altri titoli di debito (tranne forse per le banche, per le quali questa forma di raccolta del risparmio costituisce una modalità tipica); modifiche dei diritti degli strumenti finanziari quotati; perdite di misura tale da intaccare in modo rilevante il patrimonio netto; operazioni di fusione o scissione; conclusione, modifica o cessazione di contratti o accordi; conclusione di processi relativi a brevetti o licenze di brevetto; controversie legali; cambiamenti nel personale strategico della società; operazioni sulle azioni proprie; presentazione di istanze o emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali; richiesta di ammissione a procedure concorsuali; operazioni con parti correlate; il rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo ovvero la dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio. Per un'altra elencazione esemplificativa si può fare riferimento a CESR, *Market abuse directive, Level 3*, 06-562b, 7 s. (cui rinviano anche le *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex d.lgs. n. 231/2001* elaborate da Confindustria, 109 e 120 ss.).

Da ultimo si deve rammentare che l'art. 83-*duodecies*, comma 4, t.u.f. dispone che le società devono pubblicare, con le modalità e nei termini indicati nell'articolo 114 t.u.f., un comunicato con cui danno notizia dell'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione dei soci avanzata ai sensi del medesimo articolo (per il quale è possibile da parte delle società italiane, ove consentito dal loro statuto, con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi U.E. – eventualmente anche su sollecitazione di quella quota di soci individuata dal comma 3 del medesimo art. 83-*duodecies*, t.u.f. –, chiedere agli intermediari, tramite una società di gestione accentrata, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, rendendo note le relative motivazioni nel caso di richiesta ai sensi del comma 1, o l'identità e la partecipazione complessiva dei soci istanti nel caso di richiesta ai sensi del comma 3). Sul punto v. MONTALENTI-BALZOLA, *La società*, 65.

⁷⁴ ANNUNZIATA, *Abusi*, 14.

⁷⁵ In questo senso si esprime ANNUNZIATA, *Abusi*, 15.

informazione privilegiata, poiché gli investitori professionali hanno una maggiore capacità (rispetto all'investitore medio) di selezionare le informazioni *price sensitive*⁷⁶. La tesi, per quanto fondata su una valutazione corretta, appare però criticabile nelle sue conclusioni assolute in quanto prende in considerazione solo un aspetto, trascurando che sono proprio le maggiori capacità (sotto il profilo umano ed economico) di analisi degli operatori professionali a far sì che essi possano valutare e dare rilievo anche a notizie che al comune investitore possono apparire del tutto insignificanti. Non è affatto detto, muovendo dalla premessa della tesi in questione, che la maggiore capacità di indagine e di valutazione degli investitori professionali debba necessariamente condurre in concreto ad una contrazione della fattispecie di informazione privilegiata, potendo anche dare luogo (nella circostanza sopra segnalata) ad un ampliamento del perimetro della nozione. Se si sposa tale orientamento si può allora affermare che la nozione di investitore razionale cui si riferisce la norma potrebbe essere quella di investitore professionale⁷⁷, anche perché non ne consegue necessariamente una compressione della portata del concetto di informazione privilegiata e degli obblighi di *disclosure*⁷⁸.

⁷⁶ ID., *Abusi*, 15; ID., *La disciplina del mercato*, 400 s.

⁷⁷ Propende per un'interpretazione conforme a quella riportata nel testo SEPE, *Nuovi profili*, 9, nota 28.

⁷⁸ In questa delimitazione degli spazi applicativi della disciplina sugli obblighi di pubblicità delle informazioni privilegiate si può, poi, segnalare che essi vengono estesi dal legislatore con il disposto del comma 12 dell'art. 114 t.u.f. La norma, infatti, importa l'applicazione dell'articolo in questione agli emittenti, nazionali o stranieri (in tema di applicazione delle norme italiane che prevedono obblighi di informazione alle società straniere si fa rinvio a S. CARBONE, *La corporate governance*, 140 ss.), di strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani. Pertanto, in forza di tale disposizione, la disciplina in tema di diffusione delle informazioni *price sensitive* finisce per applicarsi anche prima della quotazione degli strumenti finanziari in questione, al fine di garantire che il mercato sia trasparente anche durante il processo – più o meno lungo – che precede la quotazione (anzi, l'art. 65-*novies* del regolamento emittenti prevede che i soggetti che abbiano presentato una domanda di ammissione ad un mercato regolamentato, se decidono di non avvalersi del sistema di diffusione delle informazioni regolamentate predisposto dal regolamento emittenti, parte III, titolo II, capo I, devono procedere ad inviare le informazioni ad almeno due agenzie stampa, alla Consob ed alla società di gestione del mercato ed a pubblicarle sul proprio sito *internet*). Inoltre, qualora l'ente emittente non riesca ad ottenere la quotazione dei propri strumenti finanziari, la disciplina di cui all'art. 114 t.u.f. cessa di applicarsi dal momento in cui interviene l'atto di diniego di ammissione alla quotazione da parte della società di gestione del mercato. Nel caso in cui la società emittente instauri un contenzioso con la società di gestione del mercato contestando il diniego dell'ammissione a quotazione, si continuerà ad applicare nelle more del procedimento la disciplina di pubblicità delle informazioni privilegiate (ANNUNZIATA, *Abusi*, 16 s.). La soluzione appare giustificata se si pensa che dal procedimento contenzioso potrebbe scaturire la ammissione a quotazione degli strumenti finanziari in questione, sicché non si vede la ragione per la quale non si debba continuare a far retroagire la disciplina di *disclosure* delle informazioni privilegiate. L'unica differenza rispetto alle altre ipotesi sarà rappresentata dalla circostanza che in questo caso la disciplina dell'art. 114 t.u.f. finirà per operare per un periodo più lungo. A questo tipo di ipotesi consegue – ID., *Abusi*, 17 – un'ulteriore problematicità di accertamento del carattere privilegiato

6. *La natura non necessariamente finanziaria delle informazioni.* – Le informazioni privilegiate possono non avere carattere finanziario. Anche scelte di carattere etico dell'impresa, ad esempio, possono influire sulle decisioni di investimento o di disinvestimento dei risparmiatori⁷⁹.

Negli Stati Uniti si va affermando un orientamento favorevole alla individuazione di obblighi di *disclosure* per le informazioni non finanziarie. Si è, infatti, evidenziato che non esiste un'unica categoria di investitori e che se pure vi sono investitori che danno rilievo solo agli aspetti finanziari, non mancano quelli che danno importanza ad aspetti non finanziari⁸⁰. Inoltre, si fa notare che l'investitore non è mai puramente *economic* o *social*. Piuttosto, differenti misure di preferenze economiche e non-economiche caratterizzano le scelte degli investitori.

La inclusione di informazioni di carattere etico/sociale (e non strettamente finanziario) nell'alveo della disciplina delle informazioni privilegiate si giustifica, però, non solo per il fatto che tali informazioni hanno spesso una rilevanza economica⁸¹, ma anche perché il *social investing* costituisce una realtà importante ed in continua crescita⁸².

delle informazioni. Infatti, mentre con riguardo ad una società quotata è possibile fare ricorso, per verificare la capacità di una informazione di incidere sui prezzi, oltre che a indagini (condotte sia con riferimento al mercato nel suo complesso, che con riguardo a singoli emittenti) che indichino il carattere *price sensitive* di quel tipo di informazioni, anche alla prassi instaurata dalla stessa società in passato e a precedenti casi in cui un'informazione di quel tipo ha avuto effetti significativi sui corsi dei titoli (STAIKOURAS, *The conundrum*, 357), invece nel caso delle società che devono ancora essere quotate (siccome in quelle di recente quotazione) si potrà soltanto fare riferimento ad indagini statistiche (non avendosi altri parametri empirici di giudizio). Per l'individuazione di tali indicatori del carattere *price sensitive* di una informazione v. CESR, *Market abuse directive, Level 3*, 06-562b, 6. Peraltro, lo stesso CESR, *Market abuse directive, Level 3, Feedback Statement*, 07-402, 5, esclude che sia possibile individuare soglie quantitative fisse per indicare quando si sia in presenza di un'informazione privilegiata. Una determinata soglia potrebbe essere idonea a segnalare il carattere *price sensitive* con riferimento ad una *blue-chip*, mentre potrebbe essere inappropriata per società di minori dimensioni e con un mercato meno liquido.

⁷⁹ Sottolineano la rilevanza delle scelte etiche nell'attività di investimento (c.d. *social responsible investing*) DENOZZA, *La nozione*, 592 s. e LOSS, *Disclosure*, 334. Già OPPO, *Osservazioni*, 307 s., aveva sollevato il dubbio che le informazioni da rendere note al mercato potessero anche non essere soltanto quelle che attengono a vicende strettamente patrimoniali o economiche.

⁸⁰ Tale contrapposizione è anche presentata con l'indicazione dei primi come *yuppies* e dei secondi come *hippies*. V. *Note: Should the Sec*, 1433 ss., spec. 1435 s. Circa la importanza della *disclosure* delle *social informations* si veda anche (con una posizione ancora più radicale di quella appena citata) WILLIAMS, *The Securities*, 1197 ss.

⁸¹ È sufficiente pensare all'incidenza sull'attività e sui corsi dei titoli di una società della scoperta dell'esistenza di traffici della medesima società con paesi c.d. canaglia. In tema v. anche RUGGERI, *Gli obblighi*, 530 s.

⁸² Ad esempio, negli U.S.A. mentre nel 1975 si contavano soltanto due *mutual funds* per *social investors* (che rappresentavano lo 0,0005% degli *assets* complessivi di investimento), già nel 1995 tale numero era cresciuto a 55 con una gestione di *assets* pari a 12 miliardi di dollari, per giungere nel 1999 a toccare la soglia di 1,5 trilioni di dollari (*Note: Should the Sec*, 1442 s.; DENOZZA, *La nozione*, 592; ID., *Nonfinancial disclosure*, 370) e di 2,29 trilioni di dollari nel 2005

Questa tendenza ha varie giustificazioni: la generale riscoperta (o meglio, la aspirazione alla riscoperta) dell'etica degli affari, il (più prosaico) vantaggio concorrenziale che la società acquisisce sul piano dell'immagine e il fatto che l'adesione a specifici codici etici costituisce condizione necessaria «per accedere a indici di sostenibilità (come il *Dow Jones Sustainability Index* e l'*Ftse 4Good*) dotati di forte capacità attrattiva verso gli investitori istituzionali o per ottenere certificazioni di qualità (come la *Social Accountability 8000*)»⁸³ che hanno la funzione di accertare il rispetto delle basilari condizioni etiche nelle attività produttive (con collegato miglioramento della reputazione del *brand*⁸⁴).

Ci si può chiedere, allora, come si concilia la figura di investitore etico con quella di investitore razionale. L'alternativa si pone tra la tesi che comprende nel concetto di investitore ragionevole quello di investitore medio – ed allora le informazioni privilegiate sarebbero solo «quelle considerate rilevanti dall'investitore medio (almeno dal 50% degli investitori?)» – e la tesi per la quale anche le informazioni considerate rilevanti solo da una minoranza, sebbene qualificata, di investitori possono essere reputate idonee ad influire sui prezzi dei titoli⁸⁵. La

(Fonte: 2005 *Report on socially responsible investing trends in the United States*, rinvenibile sul sito www.socialinvest.org). Tale successo della c.d. finanza etica trova conferma nell'istituzione all'interno della struttura organizzativa di molte società di figure (il c.d. *ethic officer*) preposte a vigilare sull'osservanza da parte dell'ente delle regole etiche dichiaratamente abbracciate.

Secondo la definizione preferibile per *Corporate Social Responsibility* si intende la volontaria decisione di una società di rispettare e proteggere gli interessi di un gruppo più o meno vasto di *stakeholders*, dando così un contributo alla creazione di una situazione ambientale più salubre e/o di un assetto sociale società complessivamente più “giusto”: MULLERAT, *The global responsibility*, 3.

⁸³ SEMINARA, *Nuovi illeciti*, 562.

⁸⁴ Informazioni e riferimenti sul punto rinvenibili sul sito <http://www.sa-intl.org>.

È possibile fare riferimento – come esempio di obbligo pubblicitario concernente informazioni non strettamente finanziarie – agli obblighi di *disclosure* che oggi incombono sulla società australiane in merito alla c.d. *environmental performance* (che concerne il rispetto delle disposizioni di tutela dell'ambiente). Secondo la *Section 299 (1) (f)* del *Corporations Act* australiano, rubricata *Annual directors' report – general information*, «*The directors' report for a financial year must: [...] if the entity's operations are subject to any particular and significant environmental regulation under a law of the Commonwealth or of a State or Territory – give details of the entity's performance in relation to environmental regulation*». In Australia (ove si applica il criterio dell'investitore razionale GEVURTZ, *The globalization of insider trading*, 73), infatti, le società a partire dal luglio 1998 (con l'*Australian Corporations Law*) sono tenute ad effettuare in via obbligatoria una *disclosure* su dati non squisitamente finanziari che, prima di tale data, veniva effettuata soltanto su base volontaria (e in maniera insufficiente, secondo la dottrina: GIBSON-O'DONOVAN, *Corporate*, 944 ss., spec. 946; FROST-ENGLISH, *Mandatory*, 1 ss.), in un'ottica di valorizzazione della *corporate social responsibility*. Circa l'*ideologia* della responsabilità sociale dell'impresa si veda LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale*, 618; ID., *Impresa e finalità sociali*, 17 ss. In relazione alla figura del *social investor* v. AMATUCCI, *Fatto illecito della società*, 237 ss.

⁸⁵ DENOZZA, *La nozione*, 593 s. Sul punto v. anche JAEGER-DENOZZA-TOFFOLETTO, *Appunti*, 435 s.; SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 345. Sotto la vigenza della vecchia disciplina propendevano per la tesi dell'investitore medio PISCITELLO, *Art. 114*, 951; LENER, *La diffusione*, 148; BARTALENA, *Insider Trading*, 329; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 206. Il concetto di ragionevolezza non è ovviamente esclusivo di tale settore normativo, ma è utilizzato anche in altri am-

prima impostazione non sembra accettabile, innanzitutto perché il test dell'investitore medio è stato abbandonato ed al suo posto viene utilizzato il test dell'investitore ragionevole, ma soprattutto perché è noto che affinché una informazione possa essere considerata *price sensitive* non è necessario che essa sia considerata tale da una quota di investitori pari al 50% del totale: anche una percentuale più bassa può avere un forte impatto sul mercato⁸⁶, sicché se l'informazione è considerata rilevante da una percentuale sia pure non elevatissima di investitori, ma le cui scelte (sulla base della notizia) sono in grado di avere un impatto significativo sui corsi dei titoli, allora l'informazione dovrà reputarsi rientrare nell'alveo della disciplina positiva. L'obbligo di *disclosure* viene «così a comprendere tutti i fatti che l'investitore medio prende in considerazione, più i fatti per i quali esiste una specifica prova che essi sono presi in considerazione da una parte non irrilevante della comunità degli investitori»⁸⁷.

Si può sul punto concludere nel senso che la nozione di informazione privilegiata non deve necessariamente riguardare le condizioni economiche o finanziarie dell'emittente o i suoi titoli, ma può riguardare una qualunque circostanza, purché sia *price sensitive*⁸⁸.

biti del diritto: è sufficiente fare riferimento al settore delle pratiche commerciali sleali (ALVISI, *Il consumatore*, 700 ss., spec. 703 ss.).

⁸⁶ DENOZZA, *La nozione*, 593.

⁸⁷ DENOZZA, *La nozione*, 594 s. È anche vero, però, con riferimento al profilo della rilevanza delle informazioni di carattere etico, che esiste una disposizione del t.u.f., l'art. 117-ter (su cui: SEMINARA, *Nuovi illeciti*, 562; SALVATI, *Obblighi informativi*, 90 ss.) – inserito a seguito della legge n. n. 262 del 28 dicembre 2005: in tema CARMIGNANI, *Articolo 14, lettere g)-l)*, 248 – secondo cui è la Consob, previa consultazione con tutti i soggetti interessati e sentite le Autorità di vigilanza competenti, che determina con proprio regolamento gli specifici obblighi di informazione – e di rendicontazione – cui sono tenuti i soggetti che promuovono prodotti e servizi qualificati come etici o socialmente responsabili. Sembrerebbe, pertanto, che le informazioni su aspetti di rilievo etico vengano in considerazione solo allorché siano attinenti a prodotti di carattere “etico”. Tale ultima conclusione non appare affatto inevitabile. È possibile sposare un'altra esegesi dell'art. 117-ter t.u.f., in base alla quale è plausibile affermare che la disposizione imponga agli emittenti di prodotti c.d. etici obblighi di informazione (e di rendicontazione) ulteriori rispetto a quelli imposti a tutti gli emittenti ex art. 114 t.u.f. Se fosse così, allora sarebbe prospettabile che informazioni di carattere etico possano essere oggetto di obblighi di comunicazione ex art. 114 t.u.f., a prescindere dal carattere eventualmente più o meno etico delle attività sottostanti allo strumento finanziario emesso.

⁸⁸ COSTI, *Il mercato mobiliare*, 293. È bene segnalare che esistono a livello normativo altre due nozioni di informazione privilegiata. Innanzitutto ve ne è una con riferimento al settore dei derivati, per il quale l'art. 181 comma 2 t.u.f. dispone che per informazione privilegiata si deve intendere un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo *prassi di mercato* (ammesse in questi mercati: SGUBBI, *Abusi di mercato*, 21; la nozione fornita è oggetto di un potenziale ripensamento, come risulta dal *Call for evidence on Market Abuse Directive* della Commissione Europea, p. 8). In tale ambito, pertanto, il carattere privilegiato di un'informazione è strettamente legato alle aspettative degli operatori di questi mercati, aspettative che si fondano sulla pratica negoziale invalsa in tale settore (v. FR. MUCCIARELLI, *L'abuso*, 1468). La seconda nozione speciale di informazione privilegiata è quella tracciata dal legislatore con il quinto comma dell'art. 181 t.u.f. La disposizione,

7. *Il problema del momento a partire dal quale un'informazione deve essere resa pubblica e la questione della sua conoscenza all'interno della struttura organizzativa societaria.* – L'individuazione del momento a partire dal quale sorge l'obbligo di diffondere (senza indugio) al pubblico un'informazione price sensitive costituisce questione alla cui soluzione si deve necessariamente proce-

facendo riferimento all'esecuzione di ordini di negoziazione relativi a strumenti finanziari, indica come informazione privilegiata anche quella trasmessa da un cliente e concernente i suoi ordini in attesa di esecuzione (in particolare la norma ha come destinatarie *le persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari*, ossia i soggetti che prestano i servizi di negoziazione, di ricezione e trasmissione di ordini e di gestione dei portafogli di investimento). L'informazione in questione deve avere un carattere preciso e deve riguardare (direttamente o indirettamente) uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. Inoltre, deve essere potenzialmente idonea, se resa pubblica, ad influire in maniera rilevante sui prezzi di tali strumenti finanziari. In questo caso, quindi, la nozione di informazione privilegiata consiste nella conoscenza, da parte dell'operatore, di un ordine di negoziazione di notevole entità (rispetto alla liquidità del titolo) effettuato da un cliente. Pertanto, con riferimento a tale ipotesi, l'informazione è relativa non alla situazione di un emittente di strumenti finanziari ammessi al mercato di borsa, ma soltanto alla vita ed agli sviluppi del mercato. Il soggetto informato, di conseguenza, incorrerà nel divieto di abuso di informazioni privilegiate e non potrà utilizzare l'informazione ricevuta, seppure in via indiretta da parte del cliente che ha trasmesso l'ordine in questione (c.d. *front running*: SGUBBI, *Abusi di mercato*, 22).

Sorge il problema, di rilievo non modesto, se il soggetto incaricato della negoziazione, su cui incombe il divieto ex art. 184 t.u.f. di acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni privilegiate, possa compiere l'operazione di acquisto o di vendita *per conto del cliente* il cui ordine di entità rilevante costituisce esso stesso informazione privilegiata (sul punto si veda ANNUNZIATA, *Abusi*, 20). Si deve ritenere preferibile la risposta positiva. È necessario, infatti, tener presente – come notato in dottrina – che la norma in questione non ha come scopo di impedire agli intermediari di eseguire gli ordini che siano dotati di rilevanza informativa, ossia in grado di incidere sui corsi degli strumenti finanziari negoziati, ma di evitare che tali operatori possano utilizzare l'informazione in questione nel proprio interesse o in quello di terzi clienti (ID., *Abusi*, 21; secondo l'art. 6 del Codice deontologico di Assogestioni le società di gestione devono adottare un regolamento interno relativo alle operazioni personali di investimento dei soggetti preposti all'attività di gestione. Il regolamento è volto anche a prevenire l'utilizzazione di informazioni privilegiate a fini personali). Conferma a quanto detto si trova nel considerando 18 della direttiva 6/2003, secondo cui il solo fatto che le persone autorizzate a eseguire ordini per conto di terzi in possesso di informazioni privilegiate si limitano a eseguire debitamente un ordine non dovrebbe essere considerato di per sé uso di informazioni privilegiate. Peraltro, qualora si volesse ritenere che la norma impedisca all'operatore di dar corso all'ordine *price sensitive* impartito dal cliente si finirebbe per attribuire ai soggetti incaricati dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari un ulteriore ruolo di "vedetta" del mercato, che in realtà già possiedono secondo altra disposizione del t.u.f. Infatti, ex art. 187-*nonies* tali soggetti (insieme alla società di gestione del mercato, che ha anche, ex art. 64, comma 1, lett. b-*bis*, t.u.f. il dovere di adottare le disposizioni e gli atti necessari a prevenire e identificare gli abusi di informazioni privilegiate: RORDORF, *Ruolo*, 814; SEPE, *Profili evolutivi*, 771 s.; STELLA, *L'enforcement*, 55) hanno il dovere di segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi, possono ritenersi configurare una violazione delle disposizioni oggetto della presente indagine (in merito SEMINARA, *Abuso di informazioni*, 19 s.; COMPORI, *La nuova disciplina*, 66 s.; ANNUNZIATA, *Abusi*, 21; ROMOLOTTI, *Recepimento*, 1311; COLOMBO, *I modelli*, 449). Tale norma lascia, quindi, intendere che sia possibile da parte dell'intermediario dare corso all'ordine, pur avendo il successivo dovere di segnalare l'operazione alla Consob.

dere attraverso l'esame dei casi concreti. Non è, infatti, semplice stabilire se una determinata operazione sia ad un livello di maturazione tale da giustificare la disclosure e da consentire di sanzionare l'omissione.

In linea di massima risulta preferibile seguire un orientamento che, sulla scorta delle indicazioni del CESR, dia prevalenza alla sostanza più che alla forma⁸⁹. Il *Committee of European Securities Regulators* ha, infatti, indicato che la pubblicità deve essere effettuata non appena l'evento si verifica, senza che abbia rilievo il fatto che esso sia stato o meno già "formalizzato"⁹⁰.

Il problema si presenta particolarmente pressante nelle ipotesi di fusioni. Sul punto l'orientamento statunitense, pur non essendo presente un obbligo di diritto positivo di *disclosure*⁹¹, è influenzato da un approccio che tende a dare rilievo alle singole circostanze. Ad esempio nel caso *SEC v. Geon Industries*, la *United States Court of Appeals for the Second Circuit*⁹² ha stabilito che, poiché una fusione è l'evento più importante che possa intervenire nella vita di una piccola società, l'*inside information*, in relazione ad una operazione di questo tipo, può diventare *material* in un momento antecedente alla sua definizione, anche se la *mortalità* delle operazioni di fusione in tali stadi è decisamente alta⁹³.

Accanto a questo profilo se ne pone un altro, collegato alla complessità strutturale ed organizzativa delle società per azioni, specie se quotate. Si tratta di stabilire in quale momento la società ha avuto conoscenza dell'informazione (risultando così da tale data obbligata alla sua diffusione *ex art. 114 t.u.f.*). Emergono, pertanto, i correlati noti problemi di utilizzo o no della teoria c.d. della conoscenza assoluta⁹⁴ ed i connessi problemi di *frammentazione del sapere* caratteristici dei soggetti collettivi⁹⁵.

Sul punto è opportuno effettuare due osservazioni presumibilmente dirimen-

⁸⁹ V. FERRARINI, *La nuova disciplina*, 65.

⁹⁰ CESR, *Market abuse consultation, Feedback Statement*, dicembre 2002, 19. In tema cfr. anche PLATTNER, *Innovazioni*, 7. Si può pensare all'ipotesi di un'operazione per la quale intercorra un lasso temporale eccessivamente lungo fra il raggiungimento dell'accordo e la formalizzazione dell'atto (o la stipulazione del contratto).

⁹¹ Il problema in quell'ordinamento si pone allorché si deve effettuare una comunicazione alla SEC che concerna anche la materia in questione o nel caso in cui un emittente risponde alle domande poste da un analista finanziario in merito ad un progetto di fusione (HAZEN, *Treatise on the law of securities*, § 12.9[6] e 12.19[1][B]).

⁹² *United States Court of Appeals for the Second Circuit*, *SEC v. Geon Industries*, February 9, 1976, 531 F.2d 39, 9 s. del formato rinvenibile su Lexis Nexis.

⁹³ Sul punto si veda anche FERRARINI, *La nuova disciplina*, 66. In Germania la BAFIN, *Emitentenleifaden*, IV 2.2.14. ha precisato che se le trattative coinvolgono più società le informazioni ad esse relative devono reputarsi essere privilegiate solo se raggiungono un sufficiente grado di probabilità. Inoltre, per la BaFin è possibile esimersi le società interessate dall'effettuare la *disclosure* applicando il disposto del § 15 (3) WpHG.

⁹⁴ Risulta preferibile sposare la tesi negativa: M. CAMPOBASSO, *L'imputazione*, 421.

⁹⁵ Si rinvia a M. CAMPOBASSO, *L'imputazione*, 323.

ti. Pur non apparendo equo attribuire alla società la conoscenza di ogni informazione che sia pervenuta ai (o che sia prodotta dai) suoi ausiliari o dipendenti, ciò nonostante si deve tenere in considerazione adeguata che vi è un onere (se non un vero e proprio obbligo) per l'ente societario di assicurare che siano evitate negligenze nella cura delle informazioni privilegiate⁹⁶, sicché la società non potrà esimersi dalla responsabilità scaturente dalla mancata diffusione di informazioni privilegiate se non risulterà rispettato il dovere di corretta organizzazione interna concernente la "gestione" delle informazioni⁹⁷.

In secondo luogo si può rilevare che il tipo di informazioni cui si riferisce l'obbligo di pubblicità imposto dall'art. 114 t.u.f. è costituito esclusivamente da notizie di livello *alto*, ossia la cui conoscenza da parte dell'organo gestorio è del tutto probabile, per il fatto che nella maggior parte dei casi – anche se non necessariamente nella totalità – tale organo svolge parte attiva nella produzione dell'atto da cui scaturisce la notizia *price sensitive*⁹⁸. È anche, vero, però, che possono darsi casi in cui gli amministratori vengono a conoscenza di dati costituenti informazioni privilegiate non immediatamente (informazioni che circolano inizialmente a livelli societari più bassi, come ad esempio i dati di periodo). Proprio per far fronte a tali problemi si rende opportuna l'adozione di una adeguata organizzazione strutturale interna, al fine di prevenire i fenomeni di non controllato movimento intra-societario delle informazioni già "mature" per la loro *disclosure*⁹⁹.

⁹⁶ Id., *L'imputazione*, 340 e 371.

⁹⁷ In tema v. anche *supra* cap. I, §§ 7 e 8.

⁹⁸ In dottrina si è affermato che l'obbligo di *disclosure* sorge in capo alla società allorché la conoscenza di un'informazione privilegiata sia acquisita anche da un solo amministratore (purché dotato delle funzioni in merito rilevanti individuate sulla base della organizzazione interna della società: BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 192 s.).

⁹⁹ Accanto a questi "movimenti" interni alla società monade si devono tenere in considerazione i "movimenti" esterni alla singola società ma interni al suo gruppo. L'art. 114, commi 1 e 2, t.u.f. coordina la disciplina delle comunicazioni delle informazioni *price sensitive* con la fattispecie dei gruppi. Quando si sia in presenza di un gruppo societario sorge l'obbligo per la società quotata capogruppo (o per la capogruppo non quotata che controlla un emittente quotato) di informare il mercato dei fatti rilevanti (*rectius*, delle informazioni privilegiate) che intervengono nella sua sfera di influenza, comprendente le società controllate (in generale, sulla interazione della disciplina delle informazioni privilegiate con quella sui gruppi v. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, 681 ss., spec. 687 ss.). Ciò emerge, appunto, dal disposto dell'art. 114 t.u.f. il cui primo comma espressamente prevede che le società quotate e le loro controllanti non quotate sono tenute a comunicare al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente non solo detti emittenti, ma anche le società controllate. Per far fronte a tale obbligo il secondo comma dell'art. 114 t.u.f. prevede che gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie (GALGANO, *Diritto*, 434) per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge (e sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla capogruppo alle società controllate vigila il collegio sindacale *ex art.* 149, comma 1, lett. d, t.u.f.: sul punto: BLANDINI, *Società quotate*, 301; GIORGI, *Libertà di infor-*

8. *Possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni.* – La facoltà di ritardare la diffusione delle informazioni costituisce aspetto rilevante della materia che ci occupa anche, se non soprattutto, per i risvolti che può avere con riferimento alle fattispecie di responsabilità civile che verranno affrontate nel capitolo successivo. La possibilità di ritardare la divulgazione delle informazioni determina (sia pure per un periodo temporalmente limitato) una minore *accuracy*

mazione, 154; PATRONI GRIFFI, *I rapporti di gruppo*, 291; CATERINO, *La funzione del collegio*, 2, secondo cui il ruolo del collegio sindacale delle quotate si caratterizza sempre più come organo che controlla i flussi informativi). Le società controllate hanno, in maniera corrispondente, il dovere di trasmettere tempestivamente alla capogruppo le notizie richieste (DE VITIS, *Artt. 113-116*, 625; sull'articolazione degli obblighi di informativa al pubblico nella disciplina antecedente al 1998 v. ACERBI, *La Consob*, 1123 ss.). È da notare che il comma 2 dell'art. 114 t.u.f., non contenendo un preciso ed esclusivo riferimento alle informazioni privilegiate, è stato inteso in dottrina come norma che impone alle società controllate di fornire tutte le informazioni relativamente alle quali sussistono obblighi di comunicazione previsti dalla legge (anche se ulteriori rispetto a quelli predisposti in materia di informazioni privilegiate): MONTALENTI, *La società quotata*, 360 s.; per PISCITELLO, *Art. 114*, 952, invece, il comma 2 dell'art. 114 t.u.f. si potrebbe applicare soltanto alle informazioni privilegiate.

In definitiva si prende atto, con tale disposizione, del fatto che i corsi degli strumenti finanziari possono essere influenzati da fatti che attengono alla sfera di attività di soggetti diversi (ma in rapporto di controllo con l'emittente quotato). Al contempo, però, si consente la circolazione infragruppo delle informazioni privilegiate in linea ascendente. Sorge pertanto il dubbio se sia ammissibile una circolazione infragruppo in senso inverso (dalla capogruppo alle controllate). Pur dovendosi considerare che esistono gruppi fortemente integrati, in cui le comunicazioni infragruppo potrebbero essere considerate da un punto di vista economico come comunicazioni interne all'"impresa" (in tal senso HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 566), non mi sembra che si possa far circolare l'informazione privilegiata dalla capogruppo alle controllate liberamente. Allorché una informazione che riguardi la capogruppo abbia acquisito la qualifica di privilegiata, la controllante avrà il dovere di renderla pubblica. Allo stesso modo, quando una notizia riguardante una o più controllate abbia acquisito quelle caratteristiche che ne fanno una informazione privilegiata, la *holding* (ricevuta l'informazione dalla controllata) avrà il dovere di informare il mercato (non potendo procedere ad una preventiva trasmissione della informazione ad altre componenti del gruppo).

Nel caso, invece, di operazioni infragruppo (decise sostanzialmente dalla *holding*, ma da attuarsi per il tramite delle controllate) sarà possibile la circolazione dell'informazione infragruppo in senso discendente dalla controllante alle controllate interessate dall'operazione infragruppo, purché, però, sia garantita la riservatezza della notizia attraverso appositi strumenti di segregazione delle notizie *price sensitive*. D'altronde l'art. 114, comma 4, t.u.f. consente una limitata circolazione delle informazioni privilegiate, purché il destinatario dell'informazione sia tenuto a vincoli di segretezza – anche contrattuali – (come nel caso del progetto di bilancio predisposto nelle sue linee dalla apposita struttura societaria ma non ancora approvato dal consiglio di amministrazione: CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, 326 s.) e purché vi sia una causa idonea di giustificazione (ravvisabile in questa fattispecie, secondo un orientamento dottrinale, nella stessa relazione di gruppo: MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, 313 ss., per il quale (315) la circolazione selettiva delle informazioni infragruppo deve essere disciplinata dal *regolamento di gruppo* – circa l'utilizzo dello strumento contrattuale per regolare la circolazione delle notizie all'interno del gruppo si rinvia anche ad ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, 578). In relazione all'utilizzo delle informazioni privilegiate attinenti ad un gruppo in prospettiva di repressione dell'*insider trading* v. GALGANO, *Gruppi di società*, 640 ss. Ovviamente, non appena la decisione dell'operazione infragruppo (adottata a livello di *holding*) avrà raggiunto un sufficiente grado di certezza, sorgerà l'obbligo di renderla pubblica.

dei prezzi e, soprattutto, una minore protezione dell'investitore¹⁰⁰.

Antecedentemente al 2005 le società emittenti strumenti finanziari quotati potevano ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate soltanto presentando apposito reclamo motivato alla Consob, qualora dalla pubblicazione dell'informazione potesse derivare un danno grave. La Consob, in presenza di tale reclamo, aveva facoltà di scegliere se concedere o meno la sospensione dell'obbligo pubblicitario, sempre che tale sospensione (così come la pubblicazione soltanto parziale dell'informazione) non inducesse in errore il pubblico su fatti o circostanze essenziali¹⁰¹. Questa disposizione risulta presente (seppure con una piccola ma non insignificante integrazione¹⁰²) anche dopo l'adeguamento del t.u.f. alla direttiva 6/2003, essendo adesso contenuta nel comma 6 dell'art. 114 t.u.f.¹⁰³. A questa disciplina della sospensione degli obblighi pubblicitari dietro apposito reclamo dei soggetti su cui grava l'obbligo di *disclosure* se ne è aggiunta un'altra, per effetto del recepimento della direttiva comunitaria 6/2003 avvenuta con l'introduzione dell'attuale comma 3 dell'art. 114 t.u.f. L'art. 6 della direttiva 6/2003, infatti, dispone che un emittente può, sotto propria responsabilità, ritardare la pubblicazione di informazioni *price sensitive* per tutelare *i suoi legittimi interessi*. Al contempo, però, la disposizione opera solamente nel caso in cui vengano rispettate due condizioni¹⁰⁴: che l'omissione non risulti idonea a *fuorviare* il pubblico¹⁰⁵ e che il soggetto emittente sia in grado di assicurare (per il tramite della sua struttura organizzativa

¹⁰⁰ In termini più generali sulla possibilità di mantenere alcune informazioni riservate e sugli effetti di asimmetria informativa che ciò determina v. FERRARINI, *The European Market Abuse*, 714; DI NOIA-GARGANTINI, *The market abuse*, 793.

¹⁰¹ In tema CONTI, *La disciplina*, 101; RIGOTTI, *Informativa*, 634 ss. Già l'art. 3, comma 1, lett. b) della legge n. 216/1974 (su cui v. MINERVINI, *La Consob*, 99), come modificato dall'art. 5 della legge n. 281 del 4 giugno 1985, aveva attribuito interesse preminente, nella decisione sul reclamo contro le richieste di diffusione di dati effettuate da parte della Consob, all'esigenza di evitare che il mercato fosse tratto in inganno su fatti e circostanze essenziali. Ciò aveva portato a «ripensare l'assetto degli interessi riconducibili alle società per azioni quotate» (LENER, *La diffusione*, 146), considerato che il legislatore reputava (e reputa) poizore l'interesse del mercato ad una corretta informazione rispetto a quello della società a non subire danni dalla *disclosure* di informazioni (v. in tal senso le riflessioni di JAEGER, *La l. n. 281*, 956 s.).

¹⁰² Su cui v. *infra*.

¹⁰³ Anziché nel comma 4 del vecchio testo dell'art. 114 t.u.f., che a sua volta riprendeva la disposizione analoga contenuta nell'art. 6, comma 3, legge n. 157 del 1991. Sull'argomento LENER, *La diffusione*, 145. In relazione al disposto del comma 4 dell'art. 114 t.u.f. (v.t.) v.: N. SALANITRO, *Società per azioni*, 82 s.; DE VITIS, *Artt. 113-116*, 626; NTUK, *Art. 114*, 88.

¹⁰⁴ In tema ANNUNZIATA, *Abusi*, 22.

¹⁰⁵ Il verbo *fuorviare* e la corrispondente espressione presente nel testo dell'art. 114 t.u.f. (*indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali*), hanno una valenza ambigua, se non tautologica. Posto che le informazioni privilegiate sono *price sensitive*, la loro mancata pubblicazione è di per sé idonea ad essere *price sensitive*, e se l'omissione è idonea ad influenzare i corsi dei titoli in questione è giocoforza che l'omissione risulti *fuorviante*.

interna e per il concreto operare di tale organizzazione) il mantenimento della riservatezza dell'informazione¹⁰⁶.

La direttiva 124/2003 del 22 dicembre 2003, nel precisare il contenuto della direttiva 6/2003, ha previsto (all'art. 3) alcune ipotesi – non esaustive – di interessi che legittimano il soggetto tenuto agli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate a ritardarne la pubblicità. Si tratta, innanzitutto, delle trattative negoziali in corso, se la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito¹⁰⁷. L'art. 3.1, lett. b) della direttiva 124/2003 prende in considerazione, come seconda ipotesi, la conclusione di contratti o l'adozione di decisioni da parte dell'organo direttivo sottoposte ad approvazione di altro organo sociale¹⁰⁸, nel caso in cui la comunicazione al pubblico dell'informazione – prima dell'approvazione¹⁰⁹ – possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico¹¹⁰.

¹⁰⁶ La Consob ha precisato che, con riguardo ai fatti aziendali caratterizzati da una «delicata fase preparatoria di durata non ben definita, [...] è necessario che l'informazione, in relazione alla quale non sussiste ancora l'obbligo di comunicazione al pubblico, sia oggetto di un regime classificato di confidenzialità all'interno dell'organizzazione d'impresa» (comunicazione Consob n. 6027054 del 28 marzo 2006, punto n. 11). Non viene, invece, specificato per quanto tempo è possibile rinviare la pubblicità: è presumibile fino a che permanga l'esigenza dell'emittente (e sempre che non sopravvengano esigenze di segno opposto prevalenti). Ovviamente se si ritiene che l'obbligo di *disclosure* delle informazioni privilegiate concerna soltanto informazioni attinenti ad eventi che si sono già verificati (come fa la Consob con la comunicazione n. 6027054 del 28 marzo 2006, punti nn. 5 e 10), «il ritardo potrà maturare soltanto a partire dal momento in cui si sia verificato un complesso di circostanze o un evento rilevanti». V., però, *amplius supra* cap. II, § 2 per una differente opinione.

¹⁰⁷ Specie nel caso di trattative volte al risanamento dell'impresa, se la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave e imminente pericolo, qualora la comunicazione al pubblico rischi di pregiudicare la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario dell'emittente.

¹⁰⁸ Il CESR sul punto ha fatto riferimento al caso delle società con sistema di amministrazione di tipo dualistico (CESR, *Advice on level 2 implementing measures for the proposed market abuse Directive*, dicembre 2002, ref. 02-089d, p. 24).

¹⁰⁹ In combinazione con il simultaneo annuncio secondo il quale l'approvazione risulta essere ancora in corso.

¹¹⁰ In questa ipotesi è importante che l'emittente acceleri la convocazione dell'organo sociale competente, onde contenere al massimo i tempi del ritardo. Sul punto v. PALÁ LAGUNA-GUERRA MARTÍN, *El real decreto 1333/2005*, 126. L'art. 3.2 della direttiva 124/2003 individua anche le condizioni che gli Stati membri devono imporre agli emittenti al fine di garantire la riservatezza delle informazioni nelle more del differimento della *disclosure*. Si tratta, in particolare: di assicurare che gli emittenti pongano in essere meccanismi efficaci per impedire l'accesso a tali informazioni a soggetti diversi dalle persone che necessitano delle informazioni per l'esercizio delle loro funzioni nell'ambito dell'emittente; e di garantire che gli emittenti adottino misure che consentano l'immediata comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, qualora non siano stati in grado di assicurarne la riservatezza. In effetti, si richiede altresì che gli emittenti adottino le misure necessarie per assicurare che le persone che hanno accesso a tali informazioni riconoscano i doveri giuridici e regolamentari che ne derivano e siano a conoscenza delle potenziali sanzioni in caso di abuso delle informazioni o di loro diffusione non autorizzata.

Conseguentemente il nostro legislatore ha adeguato il testo dell'art. 114 t.u.f. introducendo al comma 3, accanto alla procedura del ritardo su reclamo, quella di derivazione comunitaria¹¹¹. Il legislatore nazionale ha scelto di tradurre la parte dell'art. 6.2 della direttiva 6/2003 (concernente il rischio che il ritardo nella *disclosure* possa sviare il pubblico) con la formula, già presente nel vecchio testo dell'art. 114 t.u.f.¹¹², che fa riferimento al rischio di trarre in inganno il pubblico su elementi da considerarsi essenziali¹¹³.

In relazione alla apparente sovrapposizione delle due disposizioni (contenute nei commi 3 e 6 dell'art. 114 t.u.f.) che consentono nel nostro ordinamento di procrastinare la diffusione di informazioni privilegiate va rilevato che le due fattispecie non solo non coincidono, ma appaiono riferirsi a ipotesi sostanzialmente differenti. In primo luogo si deve sottolineare che la fattispecie individuata dal terzo comma dell'art. 114 t.u.f. non implica la proposizione di alcun reclamo preventivo, ma importa semmai soltanto un obbligo nei confronti della Consob di informazione, peraltro inevitabilmente successivo rispetto alla scelta (seppure motivata e rientrante entro i canoni normativi) operata dall'emittente¹¹⁴. In se-

¹¹¹ Alle condizioni e nelle ipotesi stabilite dalla Consob con regolamento (sul punto AMOROSINO, *Le funzioni*, 177).

¹¹² È mantenuta nel nuovo testo dell'art. 114 t.u.f. anche con riferimento alla procedura di reclamo *ex* comma 6.

¹¹³ Inoltre, nel recepire la direttiva, si è scelto di attribuire un notevole peso alla Consob e alla disciplina regolamentare (sul punto v. anche ANNUNZIATA, *Abusi*, 23). Si è disposto, allo scopo, che sia la Commissione a fissare con regolamento le ipotesi e le condizioni che giustificano il ritardo e si è attribuita alla medesima Autorità di vigilanza la facoltà di stabilire con regolamento l'obbligo per l'emittente di informarla senza indugio della decisione di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate. È, inoltre, attribuito alla Consob il potere di individuare le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato. L'Autorità di vigilanza ha fatto uso di tale facoltà, stabilendo, con il comma 4 dell'art. 66-*bis* del regolamento 11971, che i soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni devono darne notizia alla Consob senza indugio, indicando le connesse circostanze (al fine di consentire alla Commissione di controllare con particolare attenzione l'andamento dei titoli in questione: PARALUPI, *La disciplina dell'informazione*, 301). La Commissione con l'art. 66-*bis* del regolamento 11971 ha sostanzialmente ripreso, anche essa in forma non esaustiva, le ipotesi che l'art. 3.1, lett. a) e b) della direttiva 6/2003 ha indicato a titolo esemplificativo (CARRIÈRE, "*Merger & acquisition*", 34 s., individua anche nelle operazioni di fusione e acquisizione e nelle offerte pubbliche di acquisto o di scambio la presenza di legittimi interessi da tutelare che dovrebbero poter giustificare il ritardo della *disclosure*; sull'art. 66-*bis* del regolamento emittenti v. anche P. CARBONE, *Art. 114*, 1219). La disciplina nazionale di secondo grado, nel tracciare tali fattispecie, precisa che le situazioni che giustificano il ritardo nella *disclosure* includono quelle, in generale, in cui "la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate può compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero può, per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico".

¹¹⁴ È bene tener presente che il testo del comma 6 dell'art. 114 t.u.f. non richiede espressamente, a differenza dell'ipotesi di cui al comma 3 del medesimo articolo, che l'emittente debba mantenere l'informazione assolutamente riservata. È, però, razionale ritenere che l'obbligo di segretezza della notizia *price sensitive* la cui *disclosure* è stata procrastinata valga anche in tale ipotesi.

condo luogo mentre il terzo comma dall'art. 114 t.u.f. si riferisce alle informazioni privilegiate, il quinto e sesto comma del medesimo articolo hanno un campo di applicazione più vasto, riferendosi non (*rectius*, non solo) alle informazioni privilegiate ma a tutte le notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. Infine, si deve tenere presente che il comma 6 dell'art. 114 t.u.f., pur riproducendo il disposto del vecchio testo (antecedente al 2005) del comma 4 dell'art. 114 t.u.f., aggiunge al contenuto della disposizione un inciso che sembra decisamente influire sull'esegesi della norma. Infatti, dopo la riforma intervenuta con la legge comunitaria del 2004 (legge 18 aprile 2005, n. 62)¹¹⁵, l'art. 114, comma 6, t.u.f. dispone che qualora i soggetti indicati nel comma 1¹¹⁶ del medesimo articolo oppongano, con reclamo motivato, che *dalla comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5*, possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi.

Ciò che emerge, rispetto alla precedente formulazione della disposizione in parola, è appunto l'inciso secondo il quale ci si può opporre con reclamo motivato alla pubblicazione delle informazioni *richiesta ai sensi del comma 5*. Questa espressione sembra modificare la portata della norma. Reputo, infatti, che la procedura *ex* comma 6 dell'art. 114 t.u.f., volta a ritardare la pubblicazione delle informazioni, possa applicarsi soltanto allorché vi sia stata una richiesta di pubblicazione in base al disposto del comma 5 del medesimo articolo, secondo cui la Consob può, anche in via generale, richiedere agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano¹¹⁷, che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, *notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico*. Questa interpretazione era più che plausibile anche sotto la vigenza del precedente testo dell'art. 114 t.u.f., il cui quarto comma (che prevedeva, appunto, il meccanismo

¹¹⁵ Riforma su cui esprime parere complessivamente favorevole PORTALE, *Il disegno*, 2.

¹¹⁶ E, sulla base della modifica apportata all'art. 114, comma 6 t.u.f. dal d.lgs. n. 101/2009, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine.

¹¹⁷ Nonché agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine (*ex* art. 1, d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195), ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai dirigenti ed ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante (come individuata dall'art. 120 t.u.f.) o che partecipano a un patto previsto dall'art. 122 t.u.f. Inoltre l'art. 114, comma 5 (così come il comma 6), t.u.f. si applica: agli emittenti, agli offerenti, ai revisori contabili e ai componenti degli organi sociali degli emittenti e degli offerenti, nonché agli intermediari incaricati del collocamento, in relazione all'offerta, dalla data della comunicazione prevista dall'art. 94, comma 1, t.u.f. (v. art. 97 t.u.f.); agli offerenti quote o azioni di OICR aperti dalla data di pubblicazione dei prospetti fino alla conclusione dell'offerta (v. art. 98-*quinquies*, t.u.f.); ai potenziali offerenti di un'o.p.a., se si è in presenza di indiscrezioni comunque diffuse tra il pubblico in merito ad una possibile offerta pubblica di acquisto o scambio e di irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati (v. art. 102, comma 8, t.u.f.: v. *amplius supra*, cap. II, § 4); agli emittenti, agli offerenti, alle persone che agiscono di concerto con essi, nonché agli intermediari incaricati di raccogliere le adesioni di un'o.p.a., dalla data della comunicazione prevista dall'art. 102, comma 1, e fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta (*ex* art. 103, comma 2, t.u.f.).

CRESPI, *Manipolazione del mercato*, 116 lamenta la forte discrezionalità attribuita alla Consob nell'esercizio del potere di richiedere la pubblicazione delle informazioni.

del reclamo) poteva essere letto in combinato con il terzo comma del medesimo articolo, secondo cui la Consob poteva, «anche in via generale, richiedere ai soggetti indicati nel comma 1 che [fossero ...] resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico». In ogni caso l'interpretazione proposta risulta oggi *a fortiori* giustificata, se si considera che il legislatore ha dettato un'apposita disciplina per i casi in cui la scelta di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate non è preceduta da alcuna contestazione da parte dell'Autorità di vigilanza.

Pertanto, soltanto in presenza di una richiesta di pubblicazione delle informazioni privilegiate (o di documenti e notizie) proveniente dalla Commissione si avrà necessità da parte dell'emittente o del soggetto controllante di effettuare apposito reclamo in applicazione del disposto dell'art. 114, comma 6, t.u.f.. Qualora, invece, non sia intervenuta alcuna richiesta da parte dell'Autorità di vigilanza volta ad ottenere la diffusione delle informazioni ritenute rilevanti per il mercato, gli enti emittenti strumenti finanziari quotati ed i soggetti che li controllano potranno accedere alla facoltà che è loro attribuita dall'art. 114, comma 3, t.u.f. e potranno, appunto per questo, ritardare la comunicazione delle informazioni privilegiate senza la necessità di proporre alcun reclamo preventivo, ma con l'unica esigenza (sotto il profilo dei rapporti con l'Autorità di vigilanza) di informare di tale scelta dilatoria la Consob secondo le prescrizioni contenute nel regolamento emittenti.

Tale proposta esegetica pone un problema. Se, allorché la Consob avanza richiesta di pubblicazione di informazioni privilegiate, si applica il disposto del comma 6 dell'art. 114 t.u.f., mentre il disposto del comma 3 dell'art. 114 t.u.f. si può applicare soltanto *nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento*, cosa avviene allorché un soggetto emittente ritenga che la pubblicazione di una certa notizia *price sensitive*, che non rientra nell'alveo della differibilità tracciato dalla Commissione con regolamento, possa arrecargli danno se effettuata in quel preciso momento? Non sembra che sia possibile in questo caso accedere alla procedura di reclamo motivato alla Commissione *ex art.* 114, comma 6, t.u.f., poiché manca la richiesta dell'Autorità avverso cui si reclama. Al contempo, però, non sarebbe possibile neppure giustificare la scelta dell'emittente di procrastinare la diffusione delle informazioni privilegiate sulla base del comma 3 dell'art. 114 t.u.f. (che consente tale ritardo solo nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento), qualora si ritenga che tale disposizione consenta il differimento della pubblicazione delle informazioni esclusivamente nelle fattispecie previste dal regolamento Consob¹¹⁸.

¹¹⁸ Ossia si tratterebbe di: «a) le negoziazioni in corso, o gli elementi connessi, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale andamento. In particolare, nel caso in cui la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave e imminente pericolo, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza, la comunicazione al pubblico delle informazioni può essere rinviata per un periodo limitato di

In effetti, è da escludere che l'art. 66-*bis*, comma 2 del regolamento 11971 abbia una portata esaustiva delle ipotesi di informazioni privilegiate rispetto alle quali si può giustificare un ritardo nella comunicazione al pubblico, e ciò si può affermare sulla base di due ragioni. In primo luogo l'art. 66-*bis* del regolamento 11971 non sembra dare indicazioni nel senso della esaustività delle previsioni effettuate alle lettere a) e b) del secondo comma. Anzi le due fattispecie esemplificative sono precedute da un inciso (*tra tali circostanze rientrano almeno le seguenti*) che sembra deporre per la non esaustività. In secondo luogo, anche qualora si volesse attribuire carattere tassativo alla previsione del secondo comma dell'art. 66-*bis* del regolamento 11971 nella parte in cui individua come circostanze rilevanti che giustificano il ritardo della *disclosure* "quelle in cui la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate può compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero può, per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico", un altro elemento militerebbe in senso contrario a tale interpretazione. Non si può, infatti, dimenticare che la disciplina italiana costituisce attuazione di quella comunitaria e deve rispettarne le indicazioni¹¹⁹. Fra queste si può annoverare quella fornita dall'art. 3 della direttiva 124/2003 del 22 dicembre 2003, che nell'indicare due fattispecie sostanzialmente analoghe a quelle riportate dall'art. 66-*bis* del regolamento Emittenti n. 11971 espressamente specifica che si tratta di due ipotesi meramente esemplificative¹²⁰.

tempo, qualora essa rischi di compromettere gravemente gli interessi degli azionisti esistenti o potenziali, in quanto pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente; b) le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo amministrativo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'approvazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico».

¹¹⁹ C.d. *ermeneutica della conformità* (SCALISI, *Interpretazione e teoria*, 420).

¹²⁰ Si è fatto presente che la disciplina del ritardo, infine, potrebbe essere utilizzata – in forma scorretta – dai soggetti tenuti agli obblighi di pubblicità per un ulteriore fine, del tutto estraneo alla *ratio* della relativa normativa (ANNUNZIATA, *Abusi*, 25 s.). Fintantoché non si sarà formata una casistica corposa e finché permarranno incertezze circa la portata della disciplina contenuta negli artt. 114 e 181 ss. t.u.f. gli emittenti potrebbero tendere ad attivare la procedura del ritardo con comunicazione immediata alla Consob al fine di mettersi al riparo dalle contestazioni ed allo scopo di ottenere dalla medesima Autorità Garante una apposita valutazione circa la fattispecie concreta (la Consob, con la comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha precisato che la comunicazione del ritardo alla Commissione dovrà limitarsi alle ipotesi in cui si verifichi un effettivo ritardo). A ciò si può, però, obiettare che nel momento in cui si comunica alla Consob l'avvenuto ritardo nella diffusione delle informazioni si corre il rischio da parte dell'emittente che non abbia un effettivo interesse di incorrere in responsabilità civili o di tipo penale/amministrativo per manipolazione del mercato. In questa ottica, inoltre, si spiega, molto probabilmente, la circo-

9. *La selective disclosure e la comunicazione di informazioni privilegiate a terzi.* – Altra fattispecie da cui può scaturire il mancato rispetto della disciplina contenuta nell'art. 114 t.u.f. e dalla quale, pertanto, può derivare una responsabilità di stampo civilistico in capo all'emittente è quella attinente alla ipotesi della diffusione selettiva delle informazioni privilegiate¹²¹. L'art. 114, comma 4, t.u.f. consente ai soggetti tenuti alla pubblicazione delle informazioni privilegiate, nei casi in cui possono ritardarne la diffusione a favore del pubblico, di comunicare le notizie in forma selettiva soltanto se la comunicazione sia effettuata *nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*¹²² (e sempre che il destinatario della divulgazione sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale). L'impostazione ermeneutica è suffragata dagli artt. 184, comma 1 e 187-bis, comma 1, t.u.f. Queste disposizioni, infatti, sanzionano, in forma rispettivamente penale e amministrativa, gli *insiders* che comunicano le informazioni privilegiate ad altri, *al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*¹²³. Emerge, pertanto, una tendenza a limitare i fenomeni di diffusione selettiva che trova le proprie basi nella disciplina comunitaria¹²⁴.

stanza per la quale quindici Stati membri hanno deciso (come ha fatto l'Italia) di richiedere che il ritardo nella diffusione delle informazioni venga comunicato senza indugio alla Autorità Garante, mentre altri undici (tra cui la Francia, la Germania, la Gran Bretagna e l'Olanda) hanno preferito non introdurre un tale obbligo (si veda CESR, *An evaluation*, Ref. Cesr/ 07-334, 7), evitando così comportamenti *moral hazard* da parte degli emittenti tendenti a scaricare sull'autorità di vigilanza la responsabilità per la mancata *disclosure*.

¹²¹ Nei casi di *selective disclosure* la diffusione delle informazioni privilegiate viene effettuata non a favore del mercato, ma a favore di determinati soggetti.

¹²² Per una pronuncia giurisprudenziale in questo senso v. Corte di Giustizia UE, 22 novembre 2005, C-384/02, che ha stabilito, sulla base della direttiva 592/89 (abrogata dall'art. 20 della direttiva 6/2003), che la comunicazione di informazioni privilegiate a favore di un numero ristretto di soggetti è giustificata soltanto se essa è strettamente necessaria all'esercizio di un lavoro, di una professione o di una funzione e se avviene nel rispetto del principio di proporzionalità. Si potrebbe avere *selective disclosure* nei casi in cui un'informazione *price sensitive* fosse diffusa dagli amministratori in assemblea senza che prima ne sia stato informato il mercato (sul punto la *Guida per l'informazione al mercato*, 25 ss., redatta su iniziativa di Borsa Italiana – con riferimento al 2002 – raccomanda la preventiva *disclosure*).

¹²³ ANNUNZIATA, *Abusi*, 27.

¹²⁴ È sufficiente fare riferimento al considerando 24 della direttiva 6/2003, secondo cui la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può minare la fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari, a differenza di una pubblicità tempestiva e corretta delle informazioni a favore del pubblico, che invece può rafforzare l'integrità del mercato (sul punto ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto*, 172). Si manifesta, quindi, una certa diffidenza verso fenomeni di *professionally informed trading*, in cui le informazioni pervengono inizialmente solo ai *professional traders* e solo successivamente vengono diffuse presso il mercato. Su tale canale di trasmissione delle informazioni e sui meccanismi di negoziazione che ne conseguono v. CESARINI, *Aspetti*, 114. Secondo ASSOGESTIONI, *Uno statuto*, 14 s., gli incontri tra il *management* delle società quotate e la comunità finanziaria, se caratterizzati dal connotato della generalità (ossia della loro apertura a tutti gli operatori del mercato), escluderebbero fattispecie di *insider trading*. Si fa, però, giustamente nota-

Il panorama della dottrina internazionale sul punto è abbastanza variegato e non mancano autori che sposano tesi favorevoli alla *selective disclosure*. Si è per esempio affermato negli Stati Uniti che la divulgazione selettiva a favore degli analisti finanziari può giocare un ruolo importante nella riduzione delle asimmetrie informative e nel favorire lo sviluppo di un mercato efficiente¹²⁵. È anche vero, però, che l'ordinamento statunitense, che inizialmente non disciplinava la divulgazione selettiva delle informazioni privilegiate, è intervenuto sul punto con la *SEC's Rule 100* della *Regulation Fair Disclosure*, vietando la trasmissione delle informazioni *price sensitive* solo a favore di un numero ridotto di operatori qualificati e imponendo la *mandatory disclosure* – a vantaggio del mercato – delle notizie idonee ad influenzare il volume degli scambi degli strumenti finanziari interessati e i prezzi degli stessi¹²⁶.

In particolare la *Rule 100* della *Regulation Fair Disclosure* dispone che ogni volta che un emittente o una persona che agisce nell'interesse di questi effettua una comunicazione selettiva di informazioni *price sensitive* a favore di *market professionals* o di detentori di titoli dell'emittente («*who the issuer believe may trade on the basis of the information*»¹²⁷), la società emittente deve procedere ad effettuare una *public disclosure* simultanea (nei casi di volontaria distribuzione

re che qualora le notizie che gli emittenti intendano diffondere nei *roadshow* con analisti finanziari e investitori istituzionali abbiano caratteristiche tali da renderle informazioni privilegiate, scatterà l'obbligo di comunicazione ex art. 114 t.u.f. (MARCHETTI, *I controlli*, 154). La Consob raccomanda di comunicare anticipatamente alla stessa ed alla società di gestione del mercato la data, il luogo e l'ordine del giorno dell'incontro e di trasmettere alle medesime la documentazione predisposta per il *roadshow* non più tardi del momento dello svolgimento dell'incontro. Inoltre, la Commissione suggerisce di consentire anche ad esponenti della stampa economica di partecipare all'incontro, ovvero, se ciò non sia possibile, di pubblicare un comunicato stampa che illustri i temi principali affrontati (v. comunicazione Consob, 28 marzo 2006, punto 58 e MARCHETTI, *I controlli*, 154).

¹²⁵ GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *On insider trading*, 1229 ss. Per un'analisi dell'influenza sui prezzi dei *report* degli analisti finanziari v. CERVELLATI-DELLA BRINA-PATTITONI, *La trasmissione delle informazioni*, 282 ss. (per una indagine critica sull'"ottimismo" dei *report* degli analisti si rinvia a CERVELLATI-DELLA BRINA, *Analisti finanziari*, 367 ss.).

¹²⁶ LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:1; STEINBERG, *Understanding Securities Law*, 329 ss. La ragione fondamentale, che ha spinto all'adozione di questa disciplina, è rappresentata dalla pervasiva diffusione del fenomeno della *selective disclosure* (COFFEE-SALE, *Securities Regulation*, 1025). È stato così avvicinato il sistema statunitense a quello dei paesi europei. GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *On insider trading*, 1236, anche se con accento critico, precisano che la *Fair Disclosure Regulations* proibisce ormai ogni forma di *selective disclosure*. I due Autori evidenziano (in un'ottica che fa perno sul ruolo di protezione degli analisti finanziari: FERRARINI-GIUDICI, *I revisori*, 137) che «*the SEC has failed to consider the beneficial market effects of selective disclosure on small and relatively illiquid companies*». Nella prospettiva sposata dai due Autori, infatti, la *selective disclosure* costituirebbe un importante meccanismo per *initiating analysts' coverage* per le società che non sono in grado di attirare l'attenzione degli investitori. In tema v. anche LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 74 s. e ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto*, 172.

¹²⁷ COX-HAZEN, *on Corporations*, 711.

selettiva dell'informazione) o *promptly*¹²⁸ (nei casi di divulgazione selettiva non intenzionale)¹²⁹.

Sempre con riferimento alla pubblicità selettiva delle informazioni privilegiate si deve tenere presente che essa potrebbe rappresentare un approccio per certi versi non utopistico al mercato. Il risparmiatore incontra molte difficoltà nell'interpretazione dei dati trasmessi dalle imprese e nella adozione di consequenziali decisioni di investimento e pertanto non può competere con i professionisti del mercato. Questi ultimi dispongono di strutture e di tecniche di analisi dei dati "sensibili" tali da rendere la divulgazione delle nuove conoscenze, per quanto simultanea e astrattamente paritaria, inidonea a generare un'effettiva eguaglianza delle *chances* di profitto¹³⁰.

È allo stesso tempo da considerare, però, che la *selective disclosure* può far insorgere condotte collusive fra le società quotate e gli analisti finanziari, con evidente pregiudizio sia per l'indipendenza di questi ultimi sia per l'efficienza informativa del mercato¹³¹.

¹²⁸ Secondo la Rule 101 (d) FD «*Promptly means as soon as reasonably practicable (but in no event after the later of 24 hours or the commencement of the next day's trading on the New York Stock Exchange) after a senior official of the issuer [...] learns that there has been a non-intentional disclosure by the issuer or person acting on behalf of the issuer of information that the senior official knows, or is reckless in not knowing, is both material and nonpublic*».

¹²⁹ Esistono quattro importanti esenzioni a tale regola che consentono forme di diffusione selettiva delle informazioni. Si tratta dei casi in cui la *disclosure* è effettuata: 1) *to a person who owes a duty of trust or confidence to the issuer*; 2) *to a person who expressly agrees to maintain the disclosed information in confidence*; 3) *to a credit rating agency*; 4) *communications made in most forms of registered securities offerings*. Sul punto v. COX-HAZEN, *On Corporations*, 711. È bene precisare – nell'ambito di un'impostazione, quale quella statunitense, tendente comunque ad individuare un limite alle azioni di risarcimento esercitabili da parte dei privati – che la *Regulation Fair Disclosure* non è considerata una *private anti-fraud rule* (la rule 102 della *Regulation Fair Disclosure* prevede che «*No failure to make a public disclosure required solely by Rule 100 shall be deemed to be a violation of Rule 10b-5 under the Securities Exchange Act*»: LANGEVORT, *Insider trading: Regulation*, § 12:18) e non è intesa come volta a stabilire un dovere di diffusione delle informazioni *material* e *nonpublic* che possa giustificare un'azione privata volta ad ottenere il risarcimento dei danni. Per questo motivo si ritiene che la violazione della *Regulation Fair Disclosure* sia azionabile soltanto dalla SEC (COX-HAZEN, *On Corporations*, 711; sui problemi concernenti la sanzione civile delle violazioni degli obblighi di pubblicità delle informazioni privilegiate v. *amplius ultra cap. III*, § 11).

¹³⁰ SEMINARA, *Gli interessi*, 352. In proposito si è affermato (CHIU, *The role of securities*, 36) che i soggetti che dovrebbero maggiormente beneficiare di un sistema di *disclosure* delle informazioni sarebbero proprio gli investitori professionali.

¹³¹ In merito v. LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 35. Si deve tenere presente che in molti dei *default* più gravi (dal caso Enron – in cui si sono verificati, come nel caso WorldCom, diffusi fenomeni di *insider trading*: AVGOULEAS, *The mechanics*, 449 – in poi) gli analisti finanziari hanno avuto un ruolo importante, sostenendo le quotazioni di titoli di società totalmente in crisi mediante talvolta la diffusione di raccomandazioni di investimento e altre volte per mezzo della semplice pubblicazione di studi riportanti valutazioni positive su emittenti in condizioni fallimentari (è sufficiente fare riferimento all'andamento del rapporto tra le raccomandazioni all'acquisto e quelle a vendere fatte dagli analisti finanziari nel periodo che va dal 1991

Il nostro legislatore è intervenuto sul punto con il comma 4 dell'art. 114 t.u.f., stabilendo che l'emittente quotato o il soggetto che lo controlla sono tenuti ad effettuare una integrale comunicazione al pubblico qualora comunichino un'informazione privilegiata – la cui *disclosure* è stata legittimamente procrastinata – ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale¹³². Dal disposto dell'art. 114, comma 4, t.u.f. si desume, *a contrario*, che se, invece, l'informazione privilegiata (la cui diffusione sia stata legittimamente ritardata) sia comunicata a favore di soggetti tenuti a rispettare il dovere di riservatezza (qualunque sia la sua fonte: legale, regolamentare, statutaria o contrattuale), non sarà necessario effettuare la piena pubblicità a favore del mercato, potendosi ritenere in questo caso ammissibile tale forma di *selective disclosure* (poiché non dovrebbe sussistere il rischio di abusi da parte di tali soggetti).

In tema di ammissibilità della *selective disclosure* nel nostro sistema normativo si deve far presente che anche l'art. 66, comma 2, lett. d) del regolamento Consob 11971 sembra fornire dati favorevoli ad una, anche se minima, apertura. La disposizione prevede che gli emittenti strumenti finanziari ed i soggetti che li controllano devono assicurare che la comunicazione al pubblico avvenga in maniera *il più possibile sincronizzata* presso tutte le categorie di investitori e in tutti gli Stati membri nei cui mercati regolamentati gli emittenti hanno richiesto o approvato l'ammissione alla negoziazione dei loro strumenti finanziari. A tale disposizione si deve aggiungere che l'art. 65-*bis* del regolamento Consob 11971 prevede che si devono rendere pubbliche le informazioni in maniera non discriminatoria e che la relativa diffusione deve avvenire in forma, *per quanto possibile*, simultanea in Italia e negli altri Stati dell'Unione Europea. Si tratta, allora, di comprendere quale sia la portata delle espressioni secondo le quali la

al 2000 negli Stati Uniti: si è passati da 6:1 a 100:1 – COFFEE, *Il cedimento*, 38; per un'analisi degli errori, inevitabili, di previsione da parte degli analisti v. GALBRAITH, *L'economia*, 73). È proprio per questo motivo che, di fronte al divampare delle polemiche sul ruolo e sulle responsabilità degli analisti finanziari, il legislatore comunitario ha stabilito con la direttiva 6/2003, art. 6, comma 5, che gli Stati membri devono assicurare che ci siano norme adeguate che garantiscano che le persone che producono o diffondono ricerche riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari o le persone che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, vigilino con ragionevole diligenza affinché l'informazione sia presentata correttamente e comunichino ogni loro interesse riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce. Il legislatore italiano ha risposto a tali esigenze di trasparenza dei conflitti di interesse degli analisti (su cui v. DENOZZA, *La trasparenza garantita*, 184 s.) con l'art. 114, commi 8 e 9, t.u.f. con cui si stabilisce, appunto recependo la direttiva comunitaria, che gli analisti finanziari hanno il dovere di presentare le informazioni in maniera corretta e di comunicare l'esistenza di ogni loro interesse in relazione agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.

¹³² La comunicazione deve essere simultanea nel caso in cui la divulgazione sia stata effettuata intenzionalmente, mentre deve essere effettuata senza indugio nell'ipotesi di divulgazione non intenzionale.

comunicazione deve avvenire nella maniera *il più possibile* sincronizzata e *per quanto possibile* simultanea.

Le norme in questione non obbligano in maniera assoluta gli emittenti e i loro controllanti alla sincronia, dato che impongono una pubblicità il più possibile temporalmente coincidente presso le varie categorie di investitori (*rectius*, di operatori) e nei differenti Stati, ma non necessariamente coincidente. Sembrerebbe cioè che, anche alla stregua di queste disposizioni, si possano individuare spazi – pur se molto limitati – per ipotizzare forme di diffusione selettiva delle informazioni privilegiate. In effetti la tesi non è accettabile ed è da escludersi la possibilità di divulgazione selettiva delle informazioni privilegiate a favore degli operatori qualificati e degli analisti (con successiva comunicazione al resto degli investitori). L'idea, per quanto suggestiva, appare estremamente rischiosa ai fini di un corretto funzionamento del mercato e non conforme ai principi che informano la disciplina della comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate. Tali principi, al di là di ogni riferimento a prospettive di tipo egalaritario, tendono ad assicurare la parità di trattamento fra tutti gli operatori del mercato (di qualunque dimensione essi siano) al fine di tutelare l'afflusso di capitali a favore delle società quotate¹³³.

Lo stesso art. 114, comma 4, t.u.f., nell'individuare – *a contrario* – le fattispecie nelle quali è ammissibile una forma di diffusione selettiva di informazioni (la cui divulgazione sia stata ritardata), fa intendere che ciò sia accettabile solo quando la comunicazione dell'informazione privilegiata sia effettuata (*nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*¹³⁴) a favore di terzi tenuti a rispettare obblighi di riservatezza¹³⁵.

Inoltre, la *disclosure* effettuata da parte degli amministratori di un emittente quotato a favore dei soci investitori istituzionali andrebbe incontro ad un ulteriore profilo problematico. L'art. 92 del t.u.f., infatti, nel prevedere che gli emittenti quotati¹³⁶ devono assicurare il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni, rende illegittima qualsiasi prassi che assicuri un privilegio per gli investitori istituzionali in relazione all'acquisizione di notizie *price sensitive*¹³⁷.

¹³³ V. *supra* cap. I, § 2. In senso contrario alla *selective disclosure* si esprime anche il Codice di autodisciplina delle società quotate che, nella parte di commento all'art. 4 (*Trattamento delle informazioni societarie*), ha cura di raccomandare che gli emittenti si dotino di una procedura interna per la gestione, *in forma sicura e riservata*, delle informazioni privilegiate. Secondo il Codice di autodisciplina questa procedura interna dovrebbe essere funzionale anche ad evitare che la divulgazione delle informazioni privilegiate possa avvenire in forma selettiva.

¹³⁴ Da parte di chi effettua la comunicazione.

¹³⁵ Nel caso di comunicazione preventiva a favore, ad esempio di un gruppo selezionato di investitori istituzionali o di analisti è fortemente dubitabile che si possa ritenere di versare nell'ambito della fattispecie astratta tracciata dal comma 4 dell'art. 114 t.u.f.

¹³⁶ E gli emittenti quotati aventi l'Italia come stato membro d'origine.

¹³⁷ BARTALENA, *Art. 180*, 2007. L'articolo, come modificato nel 2007, prevede altresì che gli emittenti quotati italiani (anche se quotati all'estero) devono garantire a tutti i portatori dei titoli

È, peraltro, da rimarcare che, sul piano delle informazioni privilegiate, la posizione del socio e quella dell'investitore coincidono, nel senso che la potenziale parità di trattamento (*rectius*, di *chances*), che deve essere assicurata dalla disciplina della pubblicità delle informazioni privilegiate, equipara il socio all'investitore¹³⁸, in un'ottica in cui il contratto sociale scolora fino ad essere permeato dalle esigenze e dalla disciplina del mercato¹³⁹. Si assiste, in alcune evenienze, ad una inversione del rapporto funzionale intercorrente fra mercato (inteso come strumento volto a favorire il "miglior" finanziamento delle società di dimensioni medio-grandi) ed emittente. È sufficiente fare riferimento alla disciplina del ritardo della divulgazione delle informazioni privilegiate che, come si vedrà in seguito, attribuisce carattere poizore all'interesse del mercato rispetto a quello sociale¹⁴⁰.

quotati *gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti*. Si accentua, pertanto, quell'aspetto dinamico della parità di trattamento già insito nella precedente versione della disposizione in questione. Il principio di parità di trattamento può essere inteso in due modi: *Gleichberechtigung*, con cui ci si riferisce alla attribuzione delle posizioni giuridiche formali in capo ai soci all'interno della società (*rectius*, del contratto sociale); *Gleichbehandlung*, con cui invece si fa riferimento alla parità di trattamento fra soci in sede di attuazione (dinamica) del contratto sociale (v. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza*, 556). Quella cui fa riferimento l'art. 92 t.u.f. è la *Gleichbehandlung*. In tema: D'ALESSANDRO, *La Seconda*, 6 s.; MIRONE, *Il procedimento*, 41; FED. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, 183 ss. e 199 ss. Secondo LIBERTINI, *Tutela*, 8, il principio di parità di trattamento ha carattere tendenziale e costituisce applicazione del principio generale di correttezza. Due aspetti confermano che l'art. 92 t.u.f. prende in considerazione una prospettiva dinamica: la disposizione fa obbligo agli emittenti di assicurare la parità di trattamento, a differenza dell'art. 2348, comma 1, c.c. (che invece configura una uguaglianza che si esaurisce sul piano atomistico dei diritti che ogni azione conferisce al suo titolare: ANGELICI, *Parità*, 3); la riforma dell'articolo ne ha integrato il testo prevedendo che le società quotate devono garantire a tutti i soci «gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti», in una prospettiva che esalta il momento dinamico del negozio sociale (sia consentito rinviare anche a MACRÌ, *Patti parasociali*, 141).

Alla luce di tali osservazioni si deve interpretare il disposto dell'art. 147, comma 4, t.u.f., secondo cui l'atto costitutivo deve prevedere le modalità per assicurare un'adeguata informazione al rappresentante comune degli azionisti di risparmio sulle operazioni societarie che possono influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria. La norma non vuole – né potrebbe – prevedere una forma di *disclosure* selettiva dell'informazione privilegiata, ma è finalizzata a disporre una comunicazione funzionalizzata. Essa, pertanto, non ha come fine la discriminatoria (ed anticipata) rivelazione delle notizie privilegiate a favore di una classe di azionisti. V. BARTALENA, *Art. 180*, 2008.

¹³⁸ Per ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 48 il riconoscimento di un diritto al risarcimento del danno in capo ai soci danneggiati da mancata diffusione delle informazioni privilegiate li rende degli «investitori tra gli altri».

¹³⁹ HIRTE, *Recenti tendenze*, ha sottolineato che in Germania si assiste al passaggio di elementi dal diritto societario al diritto dei mercati finanziari (caratterizzato da un minor livello di competizione fra ordinamenti rispetto al diritto societario).

¹⁴⁰ L'osservazione che si riporta è tratta dalla relazione (se la si è bene intesa) tenuta da SACCHI al convegno *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholder*. – In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 9 ottobre 2009.

Allorché una società per azioni ricorre al mercato quotandosi, essa per certi versi viene a far parte di un modello (o “sottotipo”) particolare¹⁴¹ e si crea una osmosi fra la disciplina di diritto societario e quella del mercato, che permette anche di capovolgere quanto appena detto, nel senso che è possibile affermare che il portato della disciplina del contratto di società sia in grado di «estendere il suo dominio anche all'esterno della compagine sociale, esigendo che siano parificate le condizioni (qui conoscitive) dei risparmiatori, prima ancora che degli azionisti»¹⁴²: in questa seconda prospettiva sarebbe il principio di eguaglianza a proiettarsi all'esterno della struttura societaria.

¹⁴¹ Ma non di un tipo (PORTALE, *La società quotata*, 3 esclude che vi possa essere contrapposizione fra *tipo* s.p.a. quotata e *tipo* s.p.a. non quotata). In relazione alla moltiplicazione di modelli di società azionarie v. SCIUTO-SPADA, *Il tipo*, 85; MOSCO, *Le società*, 863 (e sia consentito fare rinvio anche a MACRÌ, *Patti parasociali*, 4 s.). In un'ottica diversa (ossia con riferimento alle differenziazioni qualitative fra società per azioni) pone la medesima questione DI CATALDO, *Gli statuti*, 28 s. CORAPI, *La riforma*, 528, ritiene che la nozione perno del sistema sia quella di “modello” piuttosto che quella di “tipo”. Il modello di società è un complesso di *punti di riferimento* normativi, formato da disposizioni prevalentemente dispositive. Il *tipo*, invece, stando a questa impostazione, è costituito da una serie di elementi individuati da un complesso di norme inderogabili.

¹⁴² Parole tratte da D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione*, 95.

CAPITOLO TERZO

IL PROBLEMA DELLE CONSEGUENZE DI DIRITTO CIVILE
NEI CASI DI MANCATA *DISCLOSURE*
E DI *INSIDER TRADING*

SOMMARIO: 1. Sanzione civile vs. sanzione penale. Osservazioni iniziali. – 2. La società emittente come soggetto danneggiato. – 3. Danni al mercato. Il danno da mancata *disclosure*. – 4. Il nesso di causalità e l'elemento soggettivo nella responsabilità da mancata *disclosure*. – 5. La quantificazione del danno subito dagli investitori per mancata *disclosure*. – 6. Danni da mancata diffusione delle informazioni privilegiate e *class action*. – 7. Danni agli investitori da abuso delle informazioni privilegiate ed efficacia della sanzione. – 8. (*Segue*). L'efficacia della sanzione civilistica e i danni al mercato (e alla società di gestione del mercato) da *insider trading*. – 9. Le negoziazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati e le soluzioni negoziali. – 10. (*Segue*). La responsabilità civile da *insider trading* per negoziazioni effettuate all'interno del mercato di borsa. – 11. (*Segue*). Esclusione della responsabilità contrattuale. – 12. (*Segue*). Il nesso di causalità tra *insider trading* e danno subito dall'investitore. – 13. I rapporti tra l'investitore ignaro e l'intermediario.

1. *Sanzione civile vs. sanzione penale. Osservazioni iniziali.* – Analizzata, ai fini che interessano, la disciplina delle informazioni privilegiate e individuata la sua *ratio*, appare opportuno passare ad esaminare il profilo delle sanzioni di diritto civile per la violazione delle norme in questione.

Il tema del risarcimento del danno da violazione delle norme sulle informazioni privilegiate (*disclosure* e *insider trading*) è estremamente variegato e complesso. Mentre nel campo della violazione degli obblighi di divulgazione delle informazioni l'impiego della sanzione di diritto civile, pur non essendo stata oggetto di ampia applicazione e di frequente riflessione scientifica, è ipotizzabile in maniera non eccessivamente complessa, nell'ambito dell'abuso di informazioni privilegiate l'individuazione di rimedi civilistici a vantaggio dei soggetti danneggiati è stata oggetto di vivaci critiche.

È bene, innanzitutto, sgomberare il campo da una serie di osservazioni. In particolare si è affermato che non sarebbe possibile ipotizzare una surrogazione

della disciplina penalistica con una normativa civilistica in materia di sanzione per l'abuso di informazioni privilegiate sul rilievo che la difficoltà di individuazione dell'*insider*, la difficoltà di dimostrare il nesso causale tra la vicenda di abuso e il danno subito, la frequente esiguità del danno militerebbero contro la configurabilità di un rimedio sanzionatorio civilistico¹.

In effetti, gli aspetti appena segnalati identificano soltanto difficoltà di ordine pratico, non inficiando la possibilità di teorizzare l'applicazione di sanzioni civilistiche contro i comportamenti vietati in tema di informazioni privilegiate. Peraltro, tali difficoltà non sempre sussistono. Con riguardo all'entità del danno è sufficiente pensare a quello che può subire un investitore professionale in ragione delle ingenti disponibilità finanziarie investite o un azionista di minoranza di non modeste dimensioni. Inoltre, l'introduzione del meccanismo della *class action* potrebbe rappresentare (qualora si ritenesse applicabile alle fattispecie in questione²) valido ausilio per i casi di danno complessivamente ingente ma distribuito, se non polverizzato, fra molti o moltissimi piccoli investitori.

Per quel che attiene alle difficoltà di individuazione del soggetto informato, si deve tener presente, prima di tutto, che l'attività di repressione penale può essere decisamente utile nella soluzione di tale profilo – che si pone alla stessa maniera in entrambi i settori giuridici –, così come per superare l'ostacolo costituito dalla difficoltà di rinvenire il nesso causale fra vicenda penalmente rilevante e danno subito dall'investitore. Anzi, nella maggior parte dei casi di *insider trading* l'attività di *public enforcement* è necessariamente prodromica rispetto a quella di *private enforcement*. Non si deve dimenticare, infatti, che i fenomeni di *insider trading* vengono inizialmente indagati dall'Autorità di vigilanza mediante *software* che si basano su algoritmi in grado di individuare "anomalie" nelle negoziazioni di un titolo idonee a far supporre l'esistenza di una "non corretta" attività di *trading*. Inoltre, la individuazione dell'*insider*, così come la individuazione di casi di mancata divulgazione di informazioni privilegiate non può facilmente aversi senza un intervento della autorità pubblica volto ad accertare *a posteriori* l'identità del soggetto che ha violato le disposizioni dettate in materia di informazioni privilegiate³. Per tali ragioni sembra indiscutibile che il sistema di *enforcement* privatistico si ponga come integrativo rispetto all'ineliminabile *enforcement* pubblicistico⁴.

Non si deve, inoltre, trascurare che nel caso di inadempimento delle disposi-

¹ SEMINARA, *Insider*, 329 ss., spec. 330. BARTALENA, *Insider Trading*, 237 ritiene che la sanzione penale sia l'unica in grado di avere efficacia dissuasiva. V. in tema anche PETRONE, *L'insider trading*, 329 e 332.

² Ciò non è, però, allo stato affatto sicuro: v. *ultra*, cap. III, § 7.

³ Queste idee, di cui mi assumo la esclusiva responsabilità, sono tratte da colloqui avuti con il prof. Harvey J. Goldschmid e il prof. Jeffrey N. Gordon presso la Columbia Law School.

⁴ In tema di complementarità fra *public* e *private enforcement* si veda DENOZZA-TOFFOLETTI, *Funzione compensatoria*, 208 ss.

zioni che impongono la diffusione di informazioni privilegiate *ex art.* 114 t.u.f. non sussiste alcuna difficoltà di individuazione del soggetto danneggiante.

Tali osservazioni conducono ad alcune conclusioni. Innanzitutto, le difficoltà tipiche di un sistema civilistico di repressione delle violazioni della disciplina in materia di informazioni privilegiate si pongono anche (seppure non in misura identica) nell'ambito di un sistema pubblicistico, sicché discriminare un sistema a favore dell'altro non appare giustificato. In secondo luogo, il sistema pubblicistico di *enforcement* può essere integrato dall'azione dei privati, in una virtuosa combinazione di meccanismi repressivi in cui il privato non è afflitto dagli eccessi burocratici propri dei processi interni all'autorità pubblica e può sfruttare a fini civilistici i risultati dell'azione dell'autorità pubblica (di vigilanza o delle procure della Repubblica⁵, spesso indispensabile al fine di scoprire attività di *insider trading*). Per queste ragioni, oltre che per la estrema complessità della materia, sembra preferibile un approccio pluralista che non espunga dal campo dell'*enforcement* la sanzione civilistica⁶.

A livello comparatistico si può segnalare la presenza di sistemi come, fra gli anglosassoni, quello statunitense in cui le sanzioni *lato sensu* civili sono utilizzate⁷, considerato che in tale ordinamento l'abuso di informazioni privilegiate viene visto sostanzialmente nell'ottica della frode agli investitori⁸. Inoltre, si

⁵ GIUDICI, *La responsabilità civile*, 101.

⁶ Come del resto viene prospettato nel settore *antitrust* (*ex pluribus*, LIBERTINI, *Il ruolo necessariamente complementare*, 171 ss.). V. anche le interessanti indicazioni sulle tendenze europee e americane riferite da GIUSSANI, *Azioni collettive*, 111.

⁷ V. *ultra*, cap. III, § 11. Al contempo, però, si evidenzia presso la dottrina anglosassone (RIDER, *L'attività*, 47) che l'impostazione civilistica del risarcimento dei danni cagionati da attività di *insider trading* non si è affatto sviluppata (ed anzi si è affermata la difficoltà di far valere la responsabilità degli emittenti per violazione degli obblighi di informazione continua: AVGOULEAS, *The mechanics*, 445). Lo stesso Rider (58) sottolinea, peraltro, che sanzionare con la responsabilità civile la violazione delle norme sull'abuso di informazioni privilegiate costituisce un efficace meccanismo di prevenzione. Circa l'evoluzione del dibattito in Gran Bretagna in relazione alla introduzione o meno di rimedi sanzionatori civilistici a partire dai lavori del Jenkins Committee del 1962 (favorevole, peraltro, all'individuazione di forme di *liability* per l'*insider*: «The result that the director incurred no liability to the other party to the transaction seemed to the Committee to be "wrong"») v. DAVIES, *The European Community's directive*, 92 ss., spec. 95 ss. Nel panorama anglosassone si è affermato che un modo efficace di affrontare il problema dell'*insider trading* per i regolatori è quello di fornire ai *managers* e ai *dealers* appropriati incentivi – non essendo sufficiente, da solo, un sistema sanzionatorio *ex post*: INSTEFJORD-JACKSON-PERRAUDIN, *Securities fraud*, 23.

⁸ A queste sanzioni si devono aggiungere le *civil penalties* che possono condurre a risultati a volte anche economicamente considerevoli: è sufficiente fare riferimento al caso Boesky del 1986 (che ha probabilmente ispirato Oliver Stone per il personaggio di Gordon Gekko nel film *Wall Street*: CHATMAN THOMSEN, *Speech By SEC Staff*, App. V, § 1), nel quale il reo venne condannato a pagare una misura pari a 100 milioni di dollari, con una combinazione di *disgorgement* e *civil penalties* (LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation*, § 1:1). La sanzione non può eccedere il triplo dei guadagni conseguiti o delle perdite evitate e tale misura è stata intesa tenendo conto della differenza fra il prezzo di acquisto o di vendita e il *trading price* «within a reasonable period af-

ritiene in dottrina opportuno non fare più affidamento esclusivamente sulla SEC nello svolgimento dell'attività di deterrenza di comportamenti fraudolenti sui mercati⁹.

Sempre a livello di comparazione giuridica, giova ricordare che l'Irlanda si è appositamente dotata di una disciplina sanzionatoria di stampo civilistico. La *section 109(1)* dell'*Irish Companies Act* del 1990 stabilisce, infatti, che un *insider*, a prescindere dalla possibilità di agire in base ad altre disposizioni, come nel caso di una violazione del *fiduciary duty*¹⁰, è responsabile *to compensate any other party to the transaction which was not in possession of the inside information for any loss sustained by the latter by reason of any difference* fra il prezzo a cui ha trattato i titoli in questione e il prezzo che essi avrebbero probabilmente avuto se l'informazione privilegiata fosse stata nota al mercato¹¹. La sanzione della *liability* è però limitata (*section 109 (2)*) all'ammontare del profitto ottenuto dall'*insider*.

Su posizione vicina agli ordinamenti irlandese e statunitense si situa quello portoghese. Secondo l'art. 449 del *Código das sociedades comerciais* l'*insider* che, essendo a conoscenza di informazioni privilegiate, compra o vende azioni o obbligazioni della società interessata (o di altra società a questa legata da rapporti di controllo o di gruppo) conseguendo così un lucro – anche sotto la veste dell'elusione di una perdita – deve “indennizzare” i soggetti che hanno subito pregiudizio. Il risarcimento del danno sarà in tal caso limitato al valore del vantaggio patrimoniale conseguito dall'*insider*. Nel caso in cui, poi, non sia possibile identificare i soggetti danneggiati l'“indennizzo” dovrà essere versato alla società¹².

ter public dissemination of non public information». Sul punto v. BLOOMENTHAL-WOLFF, *International capital markets*, 10 A, § 29:17. Questo approccio consente – nell'impostazione americana – di ritenere applicabile all'*insider* una sanzione pecuniaria anche se nel momento in cui compie l'operazione negoziale inversa non consegue alcun vantaggio. Ad esempio, se un *insider* compra a cinque, attendendosi il raddoppio della quotazione non appena la notizia privilegiata verrà diffusa, ma vende a distanza di alcuni mesi, allorquando le quotazioni del titolo hanno assorbito l'informazione riportandosi al valore originario di cinque, egli sarà egualmente sanzionabile nella misura di cinque (pari al raddoppio della quotazione del titolo: SEC v. Jerry Sparks and Joe Truman Sparks, *civil action* n. 4-88-838 k, *Litigation Release* n. 11916 da LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 8:2, nota 17). All'inverso, nel caso in cui l'*insider*, dopo aver comprato il titolo a cinque, non lo rivende subito dopo che il titolo abbia raddoppiato il suo valore a seguito della diffusione dell'informazione privilegiata, ma successivamente, quando il titolo ha triplicato il suo valore – per ulteriori ragioni-, la sanzione applicabile sarà sempre pari a cinque e non a dieci (LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 8:2).

⁹ COFFEE, *Hearing*, 5 s.

¹⁰ DUDLEY-CASEY, *Ireland*, 153 s.

¹¹ WYMEERSCH, *The insider trading prohibition*, 121; KEANE, *Company Law*, 397; O' CONNOR, *Ireland*, 107; TRIDIMAS, *Insider trading*, 934.

¹² Con una soluzione non molto lontana da quella proposta in Italia da Abbadessa (v. *ultra cap.* III, § 2). Sulla disciplina portoghese v. HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 214; MARTÍNEZ FLOREZ, *En torno a la responsabilidad*, 955, nota 2.

Analogamente in Giappone (ove il fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate è stato per la prima volta regolato dalla *Securities Exchange Law* del 1948 – ora *Financial Instruments and Exchange Law*: FIEL –, modellata sull'*U.S. 1934 Act* per volontà dell'amministrazione americana seguente al secondo conflitto mondiale¹³) si afferma che coloro che abbiano subito una perdita a causa della attività negoziale di un *insider* (cagionato dalla mancata pubblicazione dell'informazione privilegiata¹⁴) possono agire per ottenere il risarcimento del danno, pur non essendo agevole ottenerlo a causa degli oneri probatori estremamente gravi che incombono in tale ordinamento sul danneggiato in relazione al nesso di causalità ed alla quantificazione del danno¹⁵.

Risulta interessante, in questo ambito, anche il sistema australiano, ove è possibile, *ex sect.* 1317HA del *Corporations Act*, ottenere il risarcimento del danno patito (sia dagli investitori, sia dalla società i cui titoli sono stati oggetto di nego-

¹³ ODA, *Japanese Law*, 21; KIFUJI-JONES, *Corporate crime*, 634; RUTLEDGE, *Insiders conflicts in US and Japan*, 160; MARKHAM, *A comparative analysis*, 382. La prima disciplina in materia di mercati finanziari è stata dettata in Giappone nel 1878 (anno in cui venivano fondati sia il Tokyo che l'Osaka *Stock Exchange*) con la *Stock Transaction Ordinance* modellata sulle *London Stock Exchange Rules* (ODA, *Japanese Law*, 293). La normativa in tema di *insider trading* è stata modificata in Giappone con la legge del 31 maggio 1988 – adottata dopo lo scandalo del 1987 della *Tateho Kagaku Kogyo K.K.*, in cui una banca riuscì a vendere la propria partecipazione nella *Tateho* il giorno prima del suo suo tracollo: HAYASHI, *Japanese insider trading*, 160; KELEMEN-SIBBITT, *The americanization*, 313 – che ha previsto la sanzione penale per l'*insider trading* (KOJIMA, *Japan*, 330 ss.; LU, *Are the 1988 amendments*, 179 ss., spec. 184 s. e 193 ss.; RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 189). Inoltre, nel 1992, il legislatore giapponese è ulteriormente intervenuto modificando (dopo gli scandali del 1991 – su cui v. la *Section History* del sito web della SESC, www.fsa.go.jp/sesc/english/index.htm; ODA, *Japanese Law*, 294; KELEMEN-SIBBITT, *The americanization*, 312 s.; RUBACK, *Master of puppets*, 208) le competenze e la struttura dell'autorità di vigilanza e introducendo la SESC, che ha il potere di indagare su qualunque soggetto sospettato di aver compiuto illeciti e che ha il dovere di riferire al Ministro delle Finanze circa le attività illegali riscontrate (PARKER, *Note: the regulation*, 1417). La disciplina attuale (*Financial Instruments and Exchange Act*), modificata nel 2007 – *Act. n. 99* –, prevede una serie di ipotesi più o meno specifiche di informazioni da reputarsi "privilegiate" (*Article 166, paragraph 2, items i, ii e iii*), anche se contiene una previsione *catch all* simile a quella adoperata nel nostro ordinamento (*Art. 166, par. 2, item iv*, secondo cui «*in addition to facts specified in the preceding three items, material facts concerning operation, business or property of the Listed Company, etc. that may have a significant influence on investors' investment decisions*»; in tema RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 222 e 224). Sulla disciplina delle informazioni privilegiate e della loro *disclosure* in Giappone v. brevemente KANDA, *Comparative corporate*, 926; YAMASHITA, *Corporate disclosure*, 1373 ss.; MANN-LUSTGARTEN, *Internationalization*, 365 ss.; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 64; incidentalmente HERTIG-KRAAKMAN-ROCK, *Gli emittenti*, 248.

¹⁴ Tramite un *Rinji Hokokusho*, ossia un *report* straordinario che si aggiunge ai *reports* periodici (*Yukashoken Hokokusho*): KIFUJI-JONES, *Corporate crime*, 634 s. La mancata ottemperanza a questi obblighi pubblicitari importa sanzioni penali (fino a dieci anni di detenzione e/o sanzioni pecuniarie fino a 10 milioni di yen).

¹⁵ NAKAJIMA, *Conflicts of interest and duty*, 169 s.; KOJIMA, *Japan*, 339.

ziazione¹⁶) in conseguenza del *trading* effettuato dall'*insider*¹⁷. Inoltre, la *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC¹⁸) è autorizzata, in base alla *sect. 1325(3)* del *Corporations Act*, a dare vita a procedimenti giudiziari al fine di ottenere il risarcimento del danno nell'interesse di quei soggetti che abbiano subito (*or are likely to suffer*) una perdita a causa di violazioni delle disposizioni normative attinenti ai mercati finanziari (e quindi anche per violazione della disciplina anti-*insider trading*, *sect. 1043A*¹⁹, oltre che per la violazione della disciplina sulla *continuous disclosure*²⁰). Ciò consente di attenuare fortemente il problema

¹⁶ In Australia l'*insider* può essere responsabile civilmente per il danno cagionato verso l'emittente e verso gli investitori che siano sue controparti di mercato (*Corporations Act* §§ 1043L e 1317HA: QU, *How statutory civil liability*, 180; ID., *The efficacy of insider trading civil liability*, 178).

¹⁷ BAXT-BLACK A.-HANRAHAN, *Securities and financial services law*, 541 ss.; PEARSON, *Financial Services Law*, 504.

¹⁸ L'autorità di controllo ha assunto tale nome con la riforma del 1998. Prima andava sotto il nome di *Australian Securities Commission* (ASC). Sulle origini e sul ruolo della ASIC v. PEARSON, *Financial Services Law*, 41 ss.

¹⁹ In argomento GOLDWASSER, *The enforcement dilemma*, 510; BAXT-BLACK A.-HANRAHAN, *Securities and financial services law*, 28 e 544 ss.. LYON-DU PLESSIS, *The law of insider trading in Australia*, 109 ss., spec. 125, sottolinea, però, lo scarso utilizzo del *civil remedy* fino al 2005. Esprime un atteggiamento critico nei confronti della disciplina in questione GLOVER, *Imposing civil*, 301 ss. Sul punto v. il caso *Australian Securities and Investments Commission v. Petsas* del 2005 (riferimenti in WARDE-REID, *Petsas heralds*, 57). In materia si veda anche il caso *Malaysia Mining Corporation Berhad* (10 novembre 2000), deciso dalla *Supreme Court of New South Wales*, adita appunto dalla ASIC (riferimenti rinvenibili sul sito <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>).

La disciplina australiana in materia di informazioni privilegiate e *insider trading* (che si caratterizza per la presenza di un meccanismo sanzionatorio complesso che comprende anche le *civil penalties* – sul punto v. MOODIE-RAMSAY, *The expansion of civil penalties*, 61 ss.) ha avuto inizio nel 1961, con l'adozione di una disposizione del *Companies Act* (§ 124) che faceva divieto agli amministratori di utilizzare in maniera "impropria" le informazioni ottenute in virtù della propria posizione. Un complesso normativo più articolato venne dettato nel 1975 (con l'*uniform Securities Industry Act*) negli Stati del New South Wales, Queensland, Victoria e Western Australia. Con il *Securities Industry Act* venne individuata per la prima volta una *civil liability* per gli investitori danneggiati dall'attività di *insider trading* (v. A. BLACK, *Policies in the regulation of insider trading*, 633 ss. – e 662 ss. che pone l'accento sull'esigenza di limitazione dell'entità del risarcimento del danno anche sotto il profilo dei soggetti danneggiati). Queste disposizioni sono state trasfuse prima nel *Securities Industry Code* (SIC) e poi nel *Corporations Act* del 1989: LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 14:11 (sull'evoluzione del sistema normativo australiano in materia di mercati finanziari v. anche LOKE, *Development of the law*, 40 ss. e, soprattutto, BAXT-BLACK A.-HANRAHAN, *Securities and financial services law*, 4 ss.). L'ultima grande riforma in materia risale al 2001 con il *Financial Services Reform Act* (QU, *The efficacy of insider trading civil liability*, 161). Sulla disciplina in materia di *insider trading* e sul suo *enforcement* in Australia v. anche RUBENSTEIN, *The regulation and prosecution*, 89 ss.

²⁰ Per una recente pronuncia si può fare riferimento al caso *Aristocrat leisure Ltd class action* che ha condotto, a seguito della mancata ottemperanza agli obblighi di *continous disclosure*, ad un risarcimento quantificato nella misura di 144,5 milioni di dollari australiani (riferimenti in LEGG, *The Aristocrat*, 399 ss.). In Australia si ha un sistema di diffusione continua delle informazioni "misto". In particolare si prevede un meccanismo di *disclosure* continua a favore del mercato delle informa-

di *enforcement* civilistico della disciplina anti-*insider trading* legato spesso alla “frammentazione” dei danni (che ne comporta la esiguità per il singolo investitore) ed ai costi del processo civile. Nella pratica la ASIC è coadiuvata dall’*Australian Securities Exchange*, che rimette alla competenza della *Australian Securities and Investments Commission* le questioni attinenti ad eventuali violazioni delle norme sulla *disclosure* e sull’*insider trading*²¹.

Disciplina per certi versi simile si rinviene in Nuova Zelanda²² ove, dopo la riforma del 2006 – entrata in vigore nel 2008 – l’*insider* va incontro, nel caso di *trading*, alla *civil penalty* più grave fra le seguenti tre: il prezzo pagato per la transazione; tre volte il profitto realizzato o la perdita evitata; 1 milione di dollari (*Section 42W* del *Securities Markets Act* 1988, come modificato dal *Securities Legislation Bill* dell’ottobre 2006). Inoltre l’autorità giudiziaria, adita dal soggetto danneggiato o dalla *Securities Commission*, può emettere un *compensatory order* (*Section 42ZA* del *Securities Markets Act*, inserita nel 2006) a carico dell’*insider*. In origine la sanzione di diritto civile costituiva l’unica forma di *enforcement* previsto nel sistema neozelandese²³. Il legislatore di questo Paese ha predisposto in aggiunta – nel 2006 – un sistema sanzionatorio di tipo penale²⁴, a causa della difficoltà di garantire un adeguato livello di *enforcement* della disciplina di repressione dell’*insider trading* con l’utilizzo in via esclusiva degli strumenti di reazione di diritto civile.

Con riguardo, invece, alla mancata divulgazione delle informazioni privilegiate si può segnalare, sotto il profilo comparatistico, che in Germania il combinato disposto dei §§ 15 (1, 6) e 37b del *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG), rende responsabile l’emittente che non procede ad effettuare la *disclosure* obbligatoria delle informazioni privilegiate. In particolare la società emittente che omette di pubblicare l’*Insiderinformation* che attiene direttamente ad essa sarà

zioni privilegiate (*rectius*, delle informazioni che siano non generalmente disponibili e tali che «*a reasonable person would expect, if it were generally available, to have a material effect on the price or value*» dei titoli in questione) su due livelli, poiché la *sect. 674* del *Corporations Act* dà forza legislativa sul punto alle *listings rules* (DUFFY, “*Fraud on the market*”, 645 s. e 650).

²¹ NORTH, *The corporate disclosure*, 75 ss., spec. 79. Si deve segnalare che in dottrina si è anche proposto di estendere il meccanismo australiano di *enforcement* civilistico al sistema cinese, privo di una disciplina che preveda il risarcimento dei soggetti vittime dell’attività di *trading* dell’*insider* (QU, *An outsider’s view on China’s*, 350). Per rimanere vicini (non solo geograficamente), si sottolinea che nel marzo del 2010 il governo di Hong Kong ha proposto con un apposito *consultation paper* un regime sanzionatorio esclusivamente civilistico per i casi di mancata diffusione di informazioni *price sensitive* (EVANS, *Civil sanctions*, 52).

²² Come sottolineato da TRIDIMAS, *Insider trading*, 935. In relazione alla disciplina di repressione dell’*insider trading* in questo paese v. anche KLÖHN, *The European insider trading regulation*, 7.

²³ RIDER-NAKAJIMA, *A comparative analysis*, 227.

²⁴ Su tali aspetti v.: DIPLOCK-LONGDIN, *Regulating insider trading*, 148; SUMPTER, *Securities law enforcement*, 53; il capitolo dedicato all’*enforcement* rinvenibile nella *guide* sull’*insider trading* predisposta dalla SECURITIES COMMISSION NEW ZEALAND, rinvenibile sul sito www.newsecuritieslaw.govt.nz (cenni anche in PARTRIDGE-WILSON, *Insider trading*, 271).

responsabile verso i terzi – se non fornisce la prova della mancanza di dolo o colpa grave – per i danni derivanti dall’omissione se il terzo ha acquistato gli strumenti finanziari dell’emittente in questione dopo che si sia verificata l’omissione informativa (e ne sia ancora titolare al momento della diffusione dell’informazione) o se il terzo ha acquistato gli strumenti finanziari prima della venuta ad esistenza del fatto rilevante sotto il profilo dell’*Insiderinformation* e li vende dopo l’omissione dell’obbligo pubblicitario²⁵.

Quindi, pur non essendo agevole la individuazione di una sanzione di tipo risarcitorio per le violazioni delle disposizioni dettate in materia di informazioni privilegiate²⁶, gli ostacoli segnalati non sembrano insormontabili.

Inoltre, riprendendo in parte quanto già sopra esaminato (cap. I), si deve tenere in adeguata considerazione il peso che una regola di responsabilità civile può avere sul problema di *adverse selection* che caratterizza i mercati connotati da asimmetrie informative. L’utilizzo della sanzione civile comporta, infatti, una internalizzazione dei costi esterni della condotta omissiva degli emittenti di bassa qualità (internalizzazione che risponde al principio di prudenza di cui è espressione l’art. 2043 c.c.²⁷), con conseguente riduzione della fuga degli emittenti di alta qualità dal mercato (cagionata altrimenti dal c.d. *market for lemons problem*)²⁸ e complessivo miglioramento di quest’ultimo. La sanzione penale e/o amministrativa²⁹, infatti, non determina uno spostamento del danno da chi lo ha subito in capo a chi lo ha cagionato. Oltre a ciò, come ulteriore effetto dell’utilizzo di un rimedio sanzionatorio di diritto civile, si ha la riduzione della presenza sul mercato di *cattivi* emittenti proprio a causa della funzione – anche – di deterrenza della responsabilità civile³⁰ (pur trattandosi di un meccanismo di

²⁵ BRELLOCHS, *Publizität und Haftung*, 144 ss.; EICHNER, *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität*, 133 ss.; ASSMANN-SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, sub §§ indicati; ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 22; sinteticamente, RYAN, *Understanding director & officer liability*, 450.

²⁶ Che sia possibile individuare una *liability* è confermato dalle parole di BERLE e MEANS, *The modern corporation*, 282, secondo i quali il *management* di una società potrà essere considerato responsabile «for a failure to disclose a material fact leading to a faulty appraisal». Sul punto si può segnalare che HOPT, *The european insider*, 145 ha sostenuto l’opportunità di adottare un sistema sanzionatorio non solo penale ma anche di stampo civilistico per la repressione dell’*insider trading*.

Anche in Belgio si afferma la possibilità di utilizzare il rimedio civilistico della responsabilità civile per ottenere il ristoro dei danni dovuti a mancata pubblicazione (SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence*, 329 s.). Si può, infine, fare riferimento (come ulteriore esempio di ordinamento che fa ricorso alla sanzione di diritto civile) a quanto avviene in Corea del Sud, ove si prevede che l’*insider* dovrà risarcire coloro che siano stati danneggiati a seguito del suo *trading* (SUK KIM-SOO KIM-WONG, *Korea*, 486).

²⁷ V. su questo aspetto MONATERI, *La responsabilità civile*, 102.

²⁸ AKERLOF, *The market*, 488 ss. V. *supra* cap. I, § 2. In materia, sia pure non con riguardo alla disciplina delle informazioni privilegiate, è possibile fare riferimento a GALLETTI, *I modelli organizzativi*, 127.

²⁹ Il cui cumulo può essere utile in quanto consente l’irrogazione della sanzione amministrativa nelle more del (ben più lungo e “complesso”) processo penale.

³⁰ Per tali argomenti v. PERRONE, *Informazione*, 28. La funzione di deterrenza della responsa-

prevenzione che agisce, per esigenze di economicità, a posteriori: così si spiega perché la operatività della responsabilità civile sul piano del danno concreto e non del rischio potenziale è conciliabile con la attribuzione ad essa di una funzione dissuasiva³¹). Nella responsabilità civile, infatti, come si è messo in luce, non esiste solo l'aspetto della reintegrazione del patrimonio danneggiato, ma anche quello volto a sanzionare con funzione deterrente l'autore dell'illecito³². Per tali motivi è ragionevole ritenere che la responsabilità aquiliana possa essere utile strumento in funzione aggiuntiva rispetto ai meccanismi sanzionatori di tipo penale-amministrativo³³.

bilità aquiliana è ammessa, sia pure in forma non assoluta (in relazione alla rilevanza che si attribuisce all'elemento della colpa nell'imputazione della responsabilità), anche da SALVI, *La responsabilità*, 27. Secondo BENAZZO, *Le "pene civili"*, 54 s. e 155 la funzione di deterrenza della responsabilità civile è coniugabile con la funzione reintegratoria, nel senso che la funzione afflittiva della responsabilità civile deve intendersi come subordinata alla funzione riparatoria. ZOPPINI, *Funzioni del diritto privato*, 24 ritiene che l'istituto della responsabilità civile possa essere letto non solo in relazione alla sua funzione indennitaria. In generale, per la tendenza all'incremento della funzione di deterrenza sulle condotte illecite da parte della giustizia civile v. GIUSSANI, *Azioni collettive*, 113 s. Per M. BARCELLONA, *Funzione compensativa*, 129 il carattere deterrente della responsabilità civile non costituisce la funzione normativa dell'istituto (la sua *ratio*), ma soltanto l'efficacia sociale dello stesso.

³¹ Eloquente in merito GIUDICI, *La responsabilità civile*, 52 ss., il quale evidenzia non esservi una necessaria dicotomia fra funzione di deterrenza e funzione di compensazione nell'ambito di un corretto inquadramento della responsabilità civile. La stessa possibilità di assicurazione non elimina del tutto la funzione dissuasiva della responsabilità civile, considerato che la copertura offerta dalle compagnie di assicurazione non è mai completa in virtù delle clausole di franchigia e di limitazione del rischio e a causa, altresì, del concreto comportamento delle compagnie di assicurazione (che tendono a porre resistenze al riconoscimento del verificarsi dell'evento dedotto in contratto). Per questa ragione in Germania il § 93, Abs 2, AktG (come integrato nel 2009) prevede come strumento deterrente una franchigia di almeno il 10% del danno a carico del membro del *Vorstand* assicurato dalla società contro i rischi derivanti dall'esercizio della sua attività («Schließt die Gesellschaft eine Versicherung zur Absicherung eines Vorstandsmitglieds gegen Risiken aus dessen beruflicher Tätigkeit für die Gesellschaft ab, ist ein Selbstbehalt von mindestens 10 Prozent des Schadens bis mindestens zur Höhe des Eineinhalbfachen der festen jährlichen Vergütung des Vorstandsmitglieds vorzusehen»). Sul punto v. KASSING-OLBRICH, *Der Selbstbehalt*, 1659 ss. In merito è possibile fare riferimento presso la dottrina italiana a PORTALE-DOLMETTA, *Limiti di rimborsabilità*, spec. 352; TOMBARI, *L'assicurazione*, 180 ss., spec. 192.

È bene segnalare, peraltro, che la Corte Costituzionale con la sentenza del 30 dicembre 1987, n. 641 ha espressamente statuito – in materia di danno ambientale – che il ricorso all'art. 2043 c.c. è funzionale «non solo alla reintegrazione del patrimonio del danneggiato ma anche a prevenire ed a sanzionare l'illecito. Il tipo di responsabilità civile ben può assumere, nel contempo, compiti preventivi e sanzionatori» (sul punto v. COOTER-MATTEI-MONATERI-PARDOLESI-ULEN, *Il mercato delle regole*, 379; PONZANELLI, *Corte Costituzionale e responsabilità*, 1059 appare contrario alla configurabilità di una funzione sanzionatoria e preventiva della responsabilità civile allorché essa riguardi danni di tipo esclusivamente patrimoniale).

³² TRIMARCHI, *Illecito (Diritto privato)*, 108.

³³ SALVI, *La responsabilità*, 27 s. PERRONE, *La responsabilità*, 397 s., però, ritiene (sia pure non facendo riferimento diretto ai fenomeni di mancata propalazione delle informazioni e di loro abusivo utilizzo) che, a fini della prevenzione di condotte illecite un intervento pubblicitario di controllo *ex ante* è più efficace «dell'effetto general-preventivo conseguente alla possibile condanna civile».

A questo effetto di deterrenza, proprio della disciplina della responsabilità civile, se ne deve aggiungere un altro, legato alla circostanza per la quale il soggetto che viola le disposizioni vincolanti previste per la diffusione delle informazioni privilegiate può generare oltre alle esternalità negative (che lo obbligano al risarcimento dei danni), anche esternalità positive a vantaggio di chi, ad esempio, abbia venduto i titoli della società (che ha omesso di effettuare la dovuta *disclosure*) ad un prezzo ben più alto di quello che si sarebbe avuto in presenza di una corretta informazione del mercato. Ciò nondimeno, l'emittente che abbia violato il disposto dell'art. 114 t.u.f. non ha possibilità di agire per *recuperare* le esternalità positive che ha determinato mediante l'azione di arricchimento ingiustificato³⁴. L'emittente, infatti, non è configurabile come soggetto "danneggiato" dall'altrui arricchimento, non sussistendo collegamento tra la locupletazione dell'investitore da una parte e l'impoverimento dell'emittente dall'altra³⁵; non vi è, cioè, quella acquisizione di un vantaggio patrimoniale senza la titolarità della relativa *riserva di utilità*, di competenza di un soggetto diverso³⁶, tipica della fattispecie dell'arricchimento ingiustificato (non sussistendo proprio la *riserva di utilità* in capo all'emittente).

Altrimenti argomentando, peraltro, si consentirebbe all'emittente che froda il mercato di scaricare il danno cagionato sugli investitori "arricchiti" – pur non avendo un rapporto diretto con essi, determinando così un effetto perverso di disincentivo all'investimento nei mercati finanziari. Per queste ragioni non sembra che in tale ambito vi sia un rischio di eccesso di deterrenza della sanzione civilistica.

Presso la dottrina americana si è lamentata (con riferimento alla *Rule 10b-5*) il rischio di *overdeterrence* che potrebbe scaturire dalla combinazione di *public* e *private enforcement*³⁷. In particolare, il *public enforcement* darebbe vita ad un sistema più flessibile rispetto a quello fondato su strumenti di diritto privato. Il *public enforcement* si caratterizzerebbe per la idoneità ad aumentare o ridurre la sua forza in relazione alle circostanze concrete, permettendo di bilanciare le esigenze di *deterrence* in maniera tale da non superare il "giusto" livello. La tesi si scontra, però, con la rilevazione empirica della carenza di *enforcement* della disciplina in materia di *disclosure* delle informazioni privilegiate e di divieto del loro abuso. Pertanto la questione appare, allo stato, assolutamente priva di concreto rilievo al fine di escludere dal settore che ci occupa i sistemi di *enforcement* di tipo privatistico.

Il tema della applicazione delle sanzioni di diritto civile nel settore verrà trattato prendendo in considerazione in maniera distinta i profili di responsabi-

³⁴ Eloquente sul punto GIUDICI, *La responsabilità civile*, 245 s.

³⁵ Su questo aspetto v. MARSANO, *Arricchimento senza causa*, 542 s..

³⁶ Si utilizza qui l'espressione adoperata da ALBANESE, *Fatto illecito*, 553.

³⁷ ROSE, *Reforming Securities*, 1325 ss., spec. 1328 ss.

lità che scaturiscono dalla mancata *disclosure* delle informazioni privilegiate dai profili civilistici che sorgono nei casi di *insider trading*. Prima di analizzare questi aspetti, accomunati dalla circostanza che in entrambe le ipotesi i soggetti danneggiati sono “operatori di mercato”, è bene affrontare la questione attinente alla possibilità di considerare la società emittente quale soggetto danneggiato dalla violazione delle norme predisposte in tema di informazioni privilegiate.

2. *La società emittente come soggetto danneggiato.* – Nell’ambito della delimitazione delle conseguenze civilistiche in tema di illeciti relativi a informazioni privilegiate le fattispecie di danno che possono avere rilevanza per la società emittente sono due: il danno cagionato da mancata diffusione di informazioni privilegiate e quello cagionato dal *trading* operato dagli *insiders* della società (o dai *tippees* informati dagli *insiders*).

Il tipo di pregiudizio che la società può subire presenta sostanzialmente le medesime caratteristiche, sia che si tratti di un’ipotesi di mancata pubblicità, sia che si tratti di un vero e proprio abuso di informazioni privilegiate. In entrambi i casi, infatti, la società patisce un danno alla sua immagine sul mercato. Evidentemente le società i cui gestori non effettuano tempestivamente (o non effettuano proprio) le comunicazioni al pubblico delle informazioni privilegiate risultano svantaggiate sul mercato. Esse avranno più difficoltà a collocare nuovi titoli³⁸. Essendo stata intaccata la fiducia degli investitori circa la capacità dei prezzi dei titoli di incorporare tutte le informazioni (appunto perché non tutte disponibili)³⁹, le società ed i loro titoli (specie quelli più influenzati dalle informazioni non pubblicate) riusciranno meno appetibili⁴⁰. Ciò implicherà, per le società interessate, un aumento del costo del capitale, ossia un maggior costo del finanziamento con mezzi propri⁴¹, che si deve aggiungere al maggior costo generale determinato dalla sfiducia complessiva nel funzionamento del mercato dovuto alla recente crisi finanziaria e all’affievolirsi delle tesi che si fondano sulla c.d. *efficient market hypothesis*⁴².

L’aumento del costo del capitale è pregiudizievole a livello microeconomico per la singola impresa. Inoltre, se proiettato a livello sistemico, crea un rischio per la competitività del mercato finanziario e per il suo funzionamen-

³⁸ V. LENER, *La diffusione*, 143. Per SCARPA, *Organizzazione societaria*, 85 la capacità dell’impresa societaria di informare il pubblico in maniera corretta costituisce uno strumento di competitività sul mercato.

³⁹ Sul punto v. N. SALANITRO, *Società per azioni*, 290.

⁴⁰ MARCHETTI, *Profili*, 155. Sul punto v. anche BARTALENA, *Insider Trading*, 334 s.

⁴¹ Ad esempio, la società, per evitare che l’aumento di capitale non venga sottoscritto, potrà essere costretta ad emettere azioni privilegiate, con pregiudizio eventuale dei soci attuali. Sul punto v. HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 722.

⁴² *Amplius supra* cap. I, § 1.

to come meccanismo di raccolta diretta del risparmio⁴³.

Le medesime conseguenze si hanno nel caso in cui alla mancata pubblicazione delle informazioni privilegiate si accompagni un'attività di *insider trading*⁴⁴.

Al fine di individuare una responsabilità degli *insiders* nei confronti dell'emittente non è necessario accedere alla tesi di chi ritiene – con riferimento al danno da abuso di informazioni privilegiate – che l'informazione (anche, se non soprattutto, quella privilegiata) non costituisca un bene destinato al pubblico e che la sua titolarità sia attribuibile all'emittente⁴⁵. Il corollario di tale impostazione sarebbe rappresentato dalla lesione all'integrità patrimoniale della società a seguito dell'appropriazione da parte dell'*insider* dell'informazione e, soprattutto, del suo valore. È, infatti, possibile giungere al medesimo risultato anche riconoscendo il carattere di “bene pubblico” (meglio, “bene destinato al pubblico”) all'informazione privilegiata, cosa che sembra possa desumersi dal fatto che il legislatore impone la diffusione dell'informazione⁴⁶. Anzi verrebbe quasi da dire che si tratta di un bene tanto più pubblico quanto più l'informazione è in grado di incidere sui prezzi⁴⁷.

L'unica differenza rispetto all'ipotesi della mancata divulgazione delle informazioni privilegiate da parte degli organi sociali preposti consiste nel maggior danno che la società subisce nel caso di *insider trading*. Infatti, in tal caso, la sfiducia del mercato nei confronti dell'emittente e dei suoi titoli è maggiore, proprio perché alla violazione dell'art. 114 t.u.f. si accompagna l'attività – ulteriormente pernicioso per l'*appeal* della società – di *trading* da parte dei soggetti informati⁴⁸.

Questa impostazione trova riscontro a livello comparatistico negli Stati Uniti con la pronuncia della *New York Court of Appeals* nel caso *Diamond v. Oreamuno*⁴⁹, in cui si è espressamente affermato che, sebbene possa sembrare che una società non abbia molto interesse alle transazioni che avvengono quotidiana-

⁴³ Sull'importanza dei mercati mobiliari come meccanismo di riduzione dei costi di finanziamento diretto delle imprese v., *ex pluribus*, VISENTINI, *La competitività del mercato*, 702.

⁴⁴ GAMBINO, *La valutazione*, 383 evidenzia il danno che l'attività di *insider trading* può cagionare alla società emittente.

⁴⁵ LINCIANO-MACCHIATI, *Insider trading*, 156 ss.

⁴⁶ V. anche *supra* cap. I, § 2.

⁴⁷ Se l'informazione *price sensitive* fosse un bene privato il legislatore, pur non potendosi escludere interventi conformativi della proprietà, non avrebbe potuto spingersi fino al punto di rendere del tutto pubblico il bene-informazione tramite la sua diffusione (v. *amplius supra*, cap. I, § 2), in quanto ciò sarebbe stato potenzialmente confliggente con l'art. 42 della Costituzione.

⁴⁸ Si veda ABBADESSA, *L'insider trading*, 749 s.; ID., *L'uso di informazioni*, 601. BARTALENA, *L'abuso*, 89 individua proprio nell'interesse della società a mantenere la propria capacità di fare appello al pubblico risparmio la *ratio* della disciplina dell'*insider trading*.

⁴⁹ 248, N.E.2d 910 (N.Y. may 15, 1969).

namente aventi ad oggetto i suoi titoli, in effetti «*it has a great interest in maintaining a reputation of integrity, an image of probity, for its management and in insuring the continued public acceptance and marketability of its stock*». La sentenza, pur non avendo ricevuto grande eco presso la giurisprudenza statunitense⁵⁰, è stata bene accolta da una parte della dottrina americana⁵¹ e soprattutto ha trovato riscontro negli *American Law Institute Principles of Corporate Governance*, che dichiarano apertamente di seguire il caso *Diamond v. Oreamuno* (rifiutando l'impostazione propria della pronuncia *Freeman v. Decio*) e consentono alla società emittente di richiedere all'*insider* che abbia negoziato i suoi titoli il risarcimento del danno patito alla sua immagine⁵².

Tale danno alla "reputazione" della società sul mercato (che svilisce la stessa ragione per la quale una società decide di quotarsi) permette di ipotizzare la responsabilità *ex art. 2392 c.c.* degli organi di gestione e di controllo della società per mancata *disclosure*⁵³. Si tratta di una violazione di doveri tipici degli organi di direzione e controllo. Qualora ricorra altresì l'abuso di informazioni privilegiate da parte di un componente dell'organo gestorio è possibile ipotizzare una responsabilità *ex ultimo comma dell'art. 2391 c.c.*, secondo cui (per quel che qui interessa) l'amministratore risponde dei danni che sono derivati alla società a seguito dell'utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati o notizie appresi nell'esercizio dell'incarico⁵⁴. La condotta lesiva della società, però, non si sostanzia in questa ipotesi in una sottrazione di utilità alla società, bensì in un danno alla sua immagine scaturente dall'abusivo impiego delle informazioni privilegiate⁵⁵.

In effetti, qualora la condotta dell'*insider* non risultasse nota al mercato, si potrebbe ritenere che la fattispecie non sia idonea a cagionare danno all'emit-

⁵⁰ Di segno opposto è la pronuncia *Freeman v. Decio* con cui la *United States Court of Appeal, Seventh Circuit* ha rifiutato di seguire tale avviso ed ha affermato che in caso di *insider trading* la società i cui titoli vengono negoziati dall'*insider* non subisce alcun danno.

⁵¹ PINTO-BRANSON, *Understanding Corporate Law*, 416.

⁵² A.L.I., *Principles of Corporate Governance*, vol. 1, § 5.04, p. 260. V. anche PINTO-BRANSON, *Understanding Corporate Law*, 417.

⁵³ Cui si deve aggiungere la responsabilità degli amministratori verso la società per il danno che questa potrà essere chiamata a risarcire agli investitori danneggiati da mancata diffusione delle informazioni privilegiate (su cui *amplius infra*, cap. III, §§ 3 ss.).

⁵⁴ BARACHINI, *L'appropriazione delle corporate opportunities*, 615 e 617, correttamente, a mio avviso, reputa che la condotta dell'amministratore che abusa delle informazioni privilegiate configura «un illecito sanzionabile tanto a livello di mercato, quanto nei confronti della propria società». V. in argomento anche ID., *I doveri di fedeltà*, 38 ss.; BLANDINI, *Conflitto di interessi*, 427. Per SALANITRO, *Gli interessi degli amministratori*, 53, invece, risulta arduo un collegamento sistematico fra l'ultimo comma dell'art. 2391 c.c. e la disciplina di repressione dell'*insider trading*. In relazione all'ultimo comma dell'art. 2391 c.c. v. GIORGI, *Libertà di informazione*, 234 ss.

⁵⁵ Su posizione non conforme a quella espressa nel testo si trova BARACHINI, *L'appropriazione delle corporate opportunities*, 618.

tente. Nonostante ciò, però, si è fatto notare che l'attività dell'*insider* (che sia un amministratore o un direttore generale) si pone in contrasto con l'obbligo di perseguire l'interesse sociale e con il dovere di buona fede. Infatti, il comportamento dell'*insider*, per quanto non ancora produttivo di danni per la società (perché non ancora noto al mercato), configura una fattispecie di rischio che costituisce comunque una situazione pregiudizievole avente rilevanza giuridica, che non può essere imposta – per di più per motivi di profitto personale – al soggetto da parte di colui che deve curarne gli interessi⁵⁶.

In tal caso, ne conseguirebbe sia la possibilità di esperire l'azione di responsabilità, sia la possibilità di attivare sanzioni anche indipendenti dalla esistenza (*rectius*, prova) di un danno per la società. Si fa riferimento, cioè, alla possibilità di revocare per giusta causa i membri degli organi di gestione e controllo che abbiano effettuato operazioni di *insider trading*⁵⁷.

Entrambe le fattispecie presentano un problema (qualunque sia, quindi, la fonte del danno per la società, mancata *disclosure* o *insider trading*): la prova del nesso di causalità. Non sarà agevole, infatti, riuscire a individuare la relazione di causalità fra la condotta degli amministratori e il danno subito dall'emittente. In particolare non sarà facile dimostrare, ad esempio, che la mancata integrale sottoscrizione di un'emissione sia dipesa dal passato comportamento degli amministratori che hanno dato vita a fattispecie di violazione dell'art. 114 t.u.f. o dell'art. 184 t.u.f.⁵⁸.

Secondo una certa impostazione si potrebbe ritenere che la società possa essere danneggiata dall'attività di *trading* di un *insider* anche in altra maniera. In

⁵⁶ ABBADESSA, *L'insider trading*, 750.

⁵⁷ V. MARCHETTI, *Profili*, 154. Le conclusioni, seppure condotte con riferimento ai casi di *insider trading*, sono perfettamente riproducibili anche per il caso di "semplice" mancata *disclosure*. ABBADESSA, *L'insider trading*, 750 estende le medesime conclusioni anche all'ipotesi in cui l'*insider trading* abbia ad oggetto titoli di una società diversa da quella cui è contrattualmente legato l'agente (facendo riferimento al caso dei dirigenti che, in prossimità di una scalata societaria, rastrellano sul mercato azioni della società *target*, determinando così un aumento dei corsi dei titoli di quest'ultima). In tema si veda anche BARTALENA, *L'abuso*, 184 s. Con riferimento alla fattispecie del danno da *insider trading* si deve segnalare che, a differenza dell'ipotesi di mancata *disclosure*, il soggetto responsabile del danno potrebbe essere anche un socio o uno di quei soggetti che l'art. 184 t.u.f. individua come potenziali soggetti attivi della condotta penalmente rilevante. Nel caso in cui l'*insider trading* sia stato effettuato da un socio (o comunque non da un esponente degli organi di gestione o di controllo della società), questi risponderà per il danno cagionato alla società a titolo extracontrattuale. Ciò costituisce conferma del fatto che con la quotazione della s.p.a. si assiste per certi aspetti alla equiparazione fra socio e potenziale investitore (*rectius*, qualunque terzo che, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluna delle fattispecie indicate dall'art. 187-bis, comma 1, t.u.f.). Si crea, per essere più precisi, quella che si è sopra definita (cap. II, § 9) un'osmosi fra la disciplina del mercato finanziario e quella del diritto societario che conduce a parificare la posizione cognitiva (e la relativa responsabilità) dei risparmiatori a quella degli azionisti.

⁵⁸ Come sottolinea anche HERNÁNDEZ SAINZ, *El abuso*, 722 s.

particolare si potrebbe ipotizzare che la società possa subire un pregiudizio da un suo *insider* che, per l'utilizzo di informazioni *price sensitive*, ostacoli la realizzazione di un'iniziativa imprenditoriale dell'emittente⁵⁹.

In effetti, se l'*insider* ha utilizzato un'informazione privilegiata – nel senso che tale espressione assume all'interno del t.u.f. – deve ritenersi che l'informazione fosse già da rendersi nota al mercato, sicché la società emittente non può lamentarsi del danno consistente nel maggior onere (o nella impossibilità di realizzazione di un affare) scaturente dalla interferenza dell'*insider* che abbia cagionato una indiretta pubblicità del dato informativo inerente all'affare. Infatti, se la notizia sfruttata dall'*insider* era già “certa” ed idonea ad influenzare i corsi dei titoli, la società medesima avrebbe avuto l'obbligo di renderla pubblica.

Si può ipotizzare una responsabilità dell'*insider* nei confronti della società per averla ostacolata, con la sua interferenza, nella realizzazione dell'operazione solo nel caso in cui la notizia sfruttata dall'*insider* non sia ancora “certa” ed idonea ad influenzare i corsi dei titoli o nel caso in cui la società abbia legittimamente ritardato la diffusione dell'informazione.

Sempre con riferimento al danno subito dalla società emittente ed ancor di più al rapporto tra la società danneggiata ed il suo *insider*, si è avanzata in dottrina la tesi secondo cui sarebbe possibile individuare un obbligo per l'*insider* – gestore della società – di rimettere alla stessa i profitti realizzati grazie all'utilizzo delle informazioni *price sensitive*⁶⁰. Tale obbligo (espressamente sancito, ad esempio, negli Stati Uniti e in Giappone nel caso di *short-swing trade*⁶¹) si

⁵⁹ AFFERNI, *Insider trading*, 218 esprime tale opinione sulla base di un dettato normativo sul punto decisamente meno ampio di quello attuale.

⁶⁰ ABBADESSA, *L'insider trading*, 751; ID., *L'uso di informazioni*, 607 ss.; GUYON, *Droit des affaires*, 344.

⁶¹ La *section 16(b)* del *Securities Exchange Act* (disposizione azionata sostanzialmente soltanto dai privati) fa divieto a determinati *insiders* (*officer, director* e soci che detengono almeno il 10% del capitale) di effettuare operazioni di acquisto seguite da una vendita e viceversa in un arco temporale di sei mesi (*short-swing trade*). Questi soggetti sono tenuti a restituire alla società tutti i profitti ottenuti tramite uno *short-swing trade* senza che rilevi il fatto che le operazioni siano o meno la risultante dell'accesso alle informazioni *price sensitive* (ABBADESSA, *L'uso di informazioni*, 607 ss.; BLOOMENTHAL-WOLFF, *International capital markets*, 10 A, § 20:1; COFFEE e SALE, *Securities Regulation*, 1213 ss.; COX-HAZEN, *on Corporations*, 646 ss.; LEHN, *Gli aspetti*, 8; MACEY, *Insider*, 270; BRIS, *Do insider*, 8; P. CARBONE, *Il ruolo della Consob*, 690, nota 55; CARRIERO, *Informazione, mercato*, 47; CASELLA, *Alcune osservazioni*, 801; LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:11; SEMINARA, *Insider*, 264 ss. – in cui riferimenti per le difficoltà applicative di tale disciplina specie nelle ipotesi di scalate societarie fallite come nei casi *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, su cui v. anche COX-HAZEN, *On Corporations*, 649, e *Texas International Airlines v. National Airlines Inc.*). Di recente, inoltre, è stato altresì stabilito con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (luglio, 2010), *section 615*, che «an insured depository institution may not purchase an asset from, or sell an asset to, an executive officer, director, or principal shareholder of the insured depository institution, or any related interest of such person», a meno che la transazione avvenga a condizioni di mercato e che la transazione, se rappresenti più del 10% del capitale, sia stata previamente approvata dalla mag-

collocherebbe su un piano completamente diverso da quello risarcitorio e risponderrebbe a quell'esigenza di efficacia e di prevenzione cui il rimedio risarcitorio non sempre riesce a dare sufficiente soddisfazione⁶². Questa esigenza di deterrenza (o sanzionatoria) trova riscontro nell'ambito del diritto industriale, ad esempio, nell'art. 125 c.p.i., per il cui terzo comma il titolare del diritto leso può chiedere la restituzione degli utili realizzati dall'autore della violazione, in alternativa al risarcimento del lucro cessante o nella misura in cui essi eccedono tale risarcimento. La disposizione serve a colpire – con mire preventive – i casi nei quali il soggetto danneggiante trae dal comportamento vietato un'utilità maggiore rispetto al danno concretamente cagionato⁶³.

In dottrina la giustificazione dell'obbligo di restituzione degli utili è stata rintracciata – per il settore che ci occupa – nella disciplina del mandato⁶⁴. In particolare l'art. 1713, comma 1, c.c. prevede che il mandatario deve rimettere al mandante tutto ciò che ha ricevuto “a causa” del mandato. La collocazione della norma nell'ambito della regolamentazione di un negozio che rientra nell'alveo dell'attività d'impresa, ma non ne costituisce il fulcro, non è di ostacolo, poiché si è chiarito che, pur non essendo il rapporto di amministrazione risolvibile in quello derivante dal mandato⁶⁵, numerose regole dettate per questo contratto hanno valo-

gioranza dei membri del *board of directors* della *insured depository institution*.

Anche in Giappone esiste una regola analoga alla *section 16(b)* del *Securities Exchange Act*. L'art. 189 della *Securities Exchange Law* del 1948 prevede che la società, i cui *insiders* hanno negoziato sulla base di informazioni privilegiate, può richiedere la restituzione dei profitti realizzati da questi. Inoltre, la norma attribuiva ad ogni socio la facoltà di agire in via surrogatoria in sostituzione della società (v. ODA, *Japanese Law*, 318; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 64). È anche vero, però, come sottolineano RIDER-FRENCH, *The regulation*, 361 che tale disposizione non sia praticamente mai stata utilizzata, probabilmente in ragione della *corporate structure* e delle relazioni tra il *management* e gli azionisti tipiche delle *keiretsu*, che rendono non agevole la regolazione dell'*insider trading* (TAJIMA, *Directors' duty of loyalty*, 170; in proposito si è evidenziato che il Giappone non condivide la storica avversione americana nei confronti dell'*insider trading*: PARKER, *Note: the regulation*, 1407). In relazione al forte “intreccio” delle *keiretsu*, alla stabilità che comportano ed all'evoluzione del sistema giapponese v. KIGUCHI, *Japan*, 411; LAWLEY, *Panacea or placebo?*, 131 s.; MILHAUPT, *Historical pathways of reform*, 55 ss.; COLCERA, *The market*, 74 ss.

⁶² Questo tipo di approccio era emerso anche durante i lavori preparatori della legge n. 157/1991. Si era, infatti, pensato di fissare la pena pecuniaria per l'*insider* in relazione all'ammontare del profitto ottenuto. La soluzione, caldeggiata anche in dottrina (SEMINARA, *Riflessioni in margine*, 560), venne successivamente abbandonata (sul punto cfr. ABBADESSA, *L'insider trading*, 751 s.).

⁶³ DI CATALDO, *Compensazione e deterrenza*, 205 s.; ID., *Risarcimento del danno*, spec. 273 ss.; SPOLIDORO, *Il risarcimento*, 199, che evidenzia le difficoltà applicative della disposizione; RICCIO, *I danni punitivi*, 861; M. BARCELLONA, *Funzione compensativa*, 138 che ritiene che la disposizione risponde ad un problema di spettanza degli utili (riprendendo un paradigma restitutorio piuttosto che risarcitorio); sul punto v. anche Plaia, *Proprietà*, 161 ss.

⁶⁴ ABBADESSA, *L'insider trading*, 752.

⁶⁵ CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, V ed.*, 2 *Diritto delle società*, 355; TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, 215.

re *transtipico* potendo «trovare applicazione in tutti i rapporti contrattuali che, analogamente al mandato, assolvono ad una funzione gestoria»⁶⁶.

Una prima obiezione che questa tesi deve contrastare risiede nel fatto che l'obbligo del mandatario di rimettere al mandante tutto ciò che ha ricevuto a causa del mandato discende non dal suo ruolo di intermediario in relazione all'attività solutoria del terzo, ma dal rapporto fiduciario intercorrente tra i due soggetti che impone al mandatario di attribuire al mandante non solo ciò che ha conseguito per conto del mandante, ma tutti i risultati e i vantaggi che derivano dalla esecuzione del mandato. Nel caso dell'abuso di informazioni privilegiate i profitti dell'*insider* non possono considerarsi derivare dallo svolgimento dell'ufficio, ma da una distinta operazione intrapresa dal mandatario-gestore.

Tale critica viene, però, efficacemente superata dalla richiamata dottrina mettendo in risalto la ulteriore funzione cui è demandata la disciplina in esame, volta a prevenire i danni che possono derivare da un'esecuzione infedele del mandato. Se si pone il divieto di trattenere i profitti scaturenti dall'infedeltà, si elimina ogni interesse del mandatario a intraprendere operazioni che possono produrli⁶⁷. L'impostazione si scontra, tuttavia, con la tradizionale opinione per la quale l'espressione "a causa" del mandato, contenuta nell'art. 1713, comma 1, c.c. è da intendersi in senso restrittivo, escludendo dall'obbligo in questione ciò che il mandatario ha conseguito semplicemente "in occasione" dell'esecuzione del negozio⁶⁸.

3. *Danni al mercato. Il danno da mancata disclosure.* – Oltre ai danni che la società emittente può subire da mancata diffusione di informazioni privilegiate da parte degli organi preposti e dall'attività di *insider trading* vi sono quelli che vengono subiti dagli investitori e, più in generale, dal mercato per mancata divulgazione delle informazioni privilegiate. Che vi siano interessi meritevoli di tutela è confermato dalla circostanza che la diffusione dell'informazione privilegiata è imposta specificamente dalla legge⁶⁹. Anzi, il più delle volte i terzi su-

⁶⁶ ABBADESSA, *L'insider trading*, 752; ID., *La gestione dell'impresa*, 72, nota 143.

⁶⁷ ABBADESSA, *L'insider trading*, 752 s.; ID., *L'uso di informazioni*, 615 ss.

⁶⁸ Lo stesso ABBADESSA, *L'insider trading*, 753 fa presente ciò. Per la critica riportata nel testo v. BARTALENA, *L'abuso*, 154 ss., spec. 156. In effetti la tesi della distinzione fra ciò che è ricevuto "in occasione" del mandato e ciò che è ricevuto "a causa" del mandato, seppure generalmente accolta (*ex pluribus*: MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, 96; LUMINOSO, *Il mandato*, 141) è, isolatamente, respinta da BAVETTA, *Mandato*, 362 secondo cui o le cose ricevute in occasione del mandato sono da reputarsi come ricevute *a causa* del mandato, o sono da considerarsi come ricevute *non a causa* del mandato.

⁶⁹ In tal senso v. AL. DI AMATO, *Il danno da informazione*, 83. Il senso generale delle disposizioni di cui agli artt. 114 e 115 t.u.f. è dunque quello di imporre alle società quotate un comportamento corretto nei confronti di tutti i "cittadini del mercato". Ciò importa la ipotizzabilità di una responsabilità nei casi "patologici" di omissioni: MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, 234 (per l'espressione "cittadini del mercato" si veda ID., *Gli azionisti*, 487).

biscono danni che vengono cagionati al fine di tutelare l'interesse della società e/o dei soci⁷⁰ o dei suoi amministratori.

Nel caso della mancata diffusione di informazioni privilegiate si assiste ad un danno all'integrità informativa del mercato. Pertanto, l'emittente quotato che non ha adempiuto al dovere che gli incombe di garantire che le "strade" del mercato finanziario siano prive di "buche informative" sarà tenuto a risarcire il danno subito da *tutti* coloro che hanno contrattato i suoi titoli (comprando o vendendo) ad un prezzo che non rispecchiava la situazione (attuale o prospettica) che avrebbe dovuto essere nota a tutti.

Il danno consisterebbe nella lesione del diritto dell'investitore all'autonomia contrattuale, identificato secondo un certo orientamento nell'incerta categoria del danno all'integrità patrimoniale⁷¹ (la cui risarcibilità in termini extracontrattuali è stata affermata dalla Cassazione – con pronunce, seppure criticate, come quelle in materia di doppia vendita immobiliare, di concorrenza sleale, di illecito *antitrust*, di responsabilità della Consob per omessa vigilanza⁷², o nel caso

È da tenere presente sotto il profilo di diritto comparato che, come sopra segnalato, in Germania nel 2002 è stato eliminato l'originario divieto di agire per fare valere la responsabilità civile dell'emittente per violazione dell'obbligo di informazione continua – § 15, Abs. 6 del *Wertpapierhaldengesetz* (il divieto era stato previsto per evitare che le società, specie quelle in difficoltà, incontrassero ostacoli al loro risanamento: PERRONE, *Informazione*, 48 s. e 160).

⁷⁰ Valga a titolo di esempio l'ipotesi in cui la società non ha più intenzione di ricorrere al mercato primario e ritiene, pertanto, non opportuno continuare ad affrontare le spese connesse alla gestione – v. *supra* cap. I, §§ 7 e 8 – e alla disclosure delle informazioni privilegiate, oppure il caso in cui gli amministratori si attivano per fare salire o per non fare scendere il prezzo dei titoli al fine di beneficiare, mediante il meccanismo delle *stock options*, del rapporto tra la quotazione delle azioni e i compensi (GIUDICI, *La responsabilità civile*, 244, che rinvia a AYRES, *Back to Basics*, 960 s. per quanto attiene al primo esempio).

⁷¹ Si utilizza qui il ragionamento condotto, con riferimento alla responsabilità da prospetto (su cui: MONTALENTI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, 255 ss.; BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, 789), da MONATERI, *La responsabilità civile*, 588. In tema v. anche le considerazioni del medesimo Autore (578 ss.) sull'utilizzo in giurisprudenza del canone del c.d. danno all'integrità patrimoniale. BUSNELLI, *Itinerari europei*, 563 ss., spec. 564 e 566, ritiene che la responsabilità da informazioni inesatte costituisca il nucleo centrale della "responsabilità da affidamento" e la riconduce entro l'alveo della responsabilità extracontrattuale, nella quale rientrano i danni meramente patrimoniali, escludendo così qualsiasi dilatazione del campo di applicazione della disciplina della responsabilità contrattuale. L'Autore, inoltre, individua nell'affidamento incolpevole il criterio per selezionare gli interessi lesi (573; sul punto LENER, *Sollecitazione*, 147). Il criterio si specifica, nella ricostruzione dell'Autore (574 s.), nel canone della "destinatarietà ragionevolmente prevedibile", che consente di distinguere gli interessi meritevoli di tutela in quanto suscettibili di essere correlati con la posizione del soggetto che fornisce (o, nel nostro caso, che non fornisce) le informazioni. L'impostazione appena esposta è stata oggetto di vivace critica da parte di MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 392 s., per il quale l'affidamento incolpevole come criterio di selezione dei danneggiati appartiene al campo di applicazione del contratto e non della responsabilità extracontrattuale.

⁷² Cass., 3 marzo, 2001, n. 3132 (criticata sul punto da PERRONE, *Falsità del prospetto*, 22 e 25) e implicitamente Cass., 25 luglio 2005, n. 15916 (ord.) e Trib. Roma, 28 aprile 2008, 131 ss.

De Chirico⁷³ – e dalla giurisprudenza anglosassone con il famoso caso *White v. Jones*, in cui si assiste alla individuazione di una responsabilità da *tort* per una *pure economic loss*⁷⁴), o nel danno alla libertà negoziale. Analoga è la soluzione raggiunta in dottrina con riferimento alla pubblicità non corretta, falsa o incompleta che viene abusivamente effettuata tramite il registro delle imprese⁷⁵.

Con riferimento al danno all'integrità patrimoniale la famosa pronuncia della Cassazione S.U. n. 500/1999, pur ammettendo il carattere in parte mistificatorio dell'individuazione di un diritto soggettivo all'integrità patrimoniale, ha ricono-

In tema è possibile rinviare a DI MAJO, *Discorso generale sulla responsabilità civile*, 31 e, brevemente, a CREA, *Omesso esercizio di poteri di vigilanza*, 156).

⁷³ Rispettivamente: Cass., 8 gennaio 1982, n. 76, 393 ss.; Cass., 25 luglio 1986, n. 4755, 386 ss. (con nota di LIBERTINI, 392 ss.); Cass., 4 febbraio 2005, n. 2207, 111 ss. e Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, 1097 ss., spec. 1109 s.; Cass., 4 maggio 1982, n. 2765, 1745 ss. (su quest'ultima pronuncia v. da ultimo RUFFOLO, *Colpa e responsabilità*, 129; DALIA, *Le aggressioni contrattuali*, 107). Tutte queste pronunce sono richiamate in maniera critica da MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 394. Sul punto si veda anche la ricostruzione dell'impostazione giurisprudenziale effettuata da SCALISI, *Ingiustizia del danno*, 30 s.

⁷⁴ *House of lords*, *White v. Jones*, [1995] 1 All ER 691. Si tratta del caso della responsabilità di un legale verso le beneficiarie di un testamento risultato poi non valido a causa della scarsa diligenza prestata dal consulente (riferimenti in MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 374 e 399).

Non si possono, però, in questa sede disconoscere i dubbi che sono stati avanzati in dottrina circa la categoria del danno meramente patrimoniale. In particolare CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 109 e 173 s. (conforme sul punto è l'opinione di CL. SCOGNAMIGLIO, *Ingiustizia del danno*, 16) ha evidenziato che la figura del danno meramente patrimoniale rischia di essere lo strumento attraverso cui la giurisprudenza attribuisce elasticità al sistema della responsabilità civile, *creando* situazioni soggettive *ad hoc* (l'Autore riconduce il danno meramente patrimoniale entro l'alveo della responsabilità contrattuale e dell'arricchimento senza causa: CASTRONOVO, *Del non risarcibile aquiliano*, 321). In termini critici in materia di danno all'integrità del patrimonio si esprime anche GALGANO, *Le mobili frontiere*, 10. Per una valutazione in termini negativi della categoria dell'ingiustizia come clausola generale e come strumento attraverso il quale legittimare il giudice a fissare le ipotesi meritevoli di riparazione sulla base di valutazioni discrezionali v. MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 391. Circa, in generale (e senza specifico riferimento alla fattispecie del danno meramente patrimoniale), l'esigenza di previa determinazione dei doveri fondanti – nel caso di loro violazione – la responsabilità extracontrattuale v. SERIO, *La responsabilità civile*, 416 s. e 419. Più in generale sulla tendenza della giurisprudenza ad ampliare i confini della responsabilità extracontrattuale si rinvia a GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere*, 84. Il problema della responsabilità per danno meramente patrimoniale si riduce fortemente, invece, se si abbraccia l'impostazione (RODOTÀ, *Il problema*, 84 ss., spec. 107 ss.) secondo cui la nozione di danno ingiusto deve essere intesa in termini di clausola generale (sul punto v. anche BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 91). Del resto, secondo opinione accreditata, la contemporanea presenza dei due elementi che fondano il "danno ingiusto" (ossia «un interesse giuridico, efficace o anche soltanto rilevante della vittima» e «la mancanza di un interesse normativamente protetto o che comunque nel conflitto possa risultare prevalente in capo al danneggiante») potrebbe permettere di «emancipare il danno c.d. meramente patrimoniale [...] da quella condizione di [...] irrisarcibilità, cui a volte è stato confinato» (così SCALISI, *Danno e ingiustizia*, 810). Infine, per una comparazione fra ordinamenti europei in materia di risarcibilità del danno meramente patrimoniale si veda DI MAJO, *Fatto illecito e danno risarcibile*, 717 ss.

⁷⁵ BOCCHINI, *Manuale del registro*, 198 e 200.

sciuto l'importanza fondamentale delle sentenze in materia di risarcimento del danno all'integrità del patrimonio nel processo di evoluzione e di ampliamento dell'area della risarcibilità del danno aquiliano⁷⁶, implicitamente dando spazio all'interesse leso (e assestando «il colpo di grazia alla concezione che fa, della clausola di cui all'art. 2043, una norma di secondo grado, con funzione sanzionatoria rispetto a norme primarie di divieto»⁷⁷). La Cassazione S.U. n. 500/1999 ha, «in definitiva, fatto presente che ai fini della configurabilità della responsabilità aquiliana non assume rilievo determinante la qualificazione formale della posizione giuridica vantata dal soggetto, poiché la tutela risarcitoria è assicurata solo in relazione alla ingiustizia del danno, che costituisce fattispecie autonoma, contrassegnata dalla lesione di un interesse giuridicamente rilevante»⁷⁸. Nel giudizio inerente alla ingiustizia di un danno non risulta, pertanto, rilevante l'individuazione di una posizione di carattere soggettivo né di una norma specifica e ulteriore rispetto all'art. 2043 c.c. che «tuteli» la fattispecie, ma è necessario fondamentalmente comparare gli interessi antitetici del danneggiato e del danneggiante al fine di valutare la prevalenza⁷⁹.

Sembra emergere la sensazione che la giurisprudenza, pur non avendo mai sposato esplicitamente la tesi della risarcibilità dei danni economici puri, abbia fornito un'interpretazione così flessibile del concetto di interesse rilevante sul piano giuridico da pervenire a esiti non distanti da quelli degli avversari «panpatrimonialisti»⁸⁰. Anche la dottrina che ha considerato come *poco felice* la configurazione di un diritto assoluto all'integrità patrimoniale, ha affermato la non irragionevolezza della giurisprudenza che vi ha fatto riferimento, poiché ha individuato la fonte della responsabilità extracontrattuale nel fatto di indurre altri a «sprecare mezzi patrimoniali di cui hanno la disponibilità (o ad esercitare in modo distorto la propria libertà di iniziativa economica)»⁸¹ – la cui misura, in

⁷⁶ Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, 1227. Sul punto v. CASTRONOVO, *Le sezioni unite*, 1250 s.; ID., *Sentieri di responsabilità civile*, 801. Tra gli innumerevoli commenti alla sentenza è possibile fare riferimento a BERTOLISSI, *La sentenza n. 500/1999*, 370 ss.; V. CARBONE, *La Cassazione*, 974 ss.; MONATERI, *Il Tort*, 978 s.; PONZANELLI, *Il commento*, 984 ss.; ROPPO, *Il commento*, 987 ss., il quale evidenzia la forte capacità di espansione della responsabilità ex art. 2043 c.c.

⁷⁷ PALMIERI-PARDOLESI, *Il commento*, 982.

⁷⁸ La Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, 1236, continua precisando che «Quali siano gli interessi meritevoli di tutela non è possibile stabilirlo a priori: caratteristica del fatto illecito delineato dall'art. 2043 c.c., inteso nei sensi suindicati come norma primaria di protezione, è infatti la sua atipicità».

⁷⁹ MAGGIOLO, *Il risarcimento*, 79.

⁸⁰ CARINGELLA-DE MARZO, *Manuale di Diritto civile*, 749.

⁸¹ Valore, come è a tutti noto, tutelato ex art. 41 della Costituzione (*ex pluribus* CARINGELLA-DE MARZO, *Manuale di Diritto civile*, 753). La frase citata nel testo è ripresa da LIBERTINI, *Nota*, 396. Sul tema del danno aquiliano da lesione della libertà contrattuale del destinatario di una informazione v. SALVI, *La responsabilità*, 109; DALIA, *Le aggressioni contrattuali*, 105 ss., spec. 107; con riferimento al danno alla libertà contrattuale dei risparmiatori (risarcibile in termini aqui-

termini di libertà contrattuale, è strettamente legata all'estensione del *mercato*⁸². Del resto, se l'art. 2395 c.c. sanziona con la disciplina della responsabilità extracontrattuale una fattispecie di danno meramente patrimoniale («non essendovi un diritto del socio e/o del terzo verso l'amministratore»⁸³) che è riconducibile alla responsabilità da informazioni inesatte, non si scorge la ragione per la quale la mancata diffusione delle informazioni privilegiate (o la diffusione incompleta o inesatta) non possa dare luogo a responsabilità extracontrattuale⁸⁴. Allorché possa rinvenirsi il metro dell'ingiustizia anche nella violazione di norme non direttamente attributive di diritti al soggetto ma che proteggono (sia pure in via indiretta) l'interesse soggettivo, allora sarà possibile riconoscere uno spazio al risarcimento dei danni come quelli in questa sede considerati⁸⁵. La disciplina dettata dall'art. 114 t.u.f. crea un affidamento ragionevole in capo agli investitori attuali e potenziali circa la correttezza e la esaustività delle informazioni diffuse dagli emittenti, cosicché la mancata divulgazione crea una lesione di tale razionale (e, quindi, non colposa) fiducia che probabilmente consente anche di espungere la fattispecie trattata dall'irto terreno del c.d. danno meramente patrimoniale⁸⁶.

Sulla base di tali considerazioni si può innanzitutto ritenere che l'investitore che ha contrattato sulla scorta di un quadro informativo insufficiente (a causa della mancata diffusione delle informazioni societarie in violazione dell'art. 114 t.u.f., che configura un «comando di azione punito a titolo doloso e colposo»⁸⁷) può intraprendere un'iniziativa giudiziaria volta ad ottenere il risarcimento del danno subito⁸⁸ (dovendosi peraltro ritenere che egli vanti un vero e proprio diritto all'informazione, funzionale a consentire a tutti gli investitori di avere potenzialmente le medesime *chances*).

Tenendo distinta questa fattispecie da quella in cui il pregiudizio consegue ad operazioni di vero e proprio abuso di informazioni privilegiate, si può individuare innanzitutto l'ipotesi del danno subito dall'investitore «ignaro» per aver

liani) cagionato da un'agenzia di *rating* si veda PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie*, 151. Si esprime in termini sostanzialmente favorevoli alla ipotizzabilità di un danno alla integrità patrimoniale (da mancata informazione) anche Trib. Milano, 21 ottobre 1999, 554 ss., spec. 563.

⁸² WEBER, *Economia e società*, 19.

⁸³ DI MAJO, *Discorso generale sulla responsabilità civile*, 29 s.

⁸⁴ BUSNELLI, *Itinerari europei*, 572; GUIZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario*, 816.

⁸⁵ In termini generali per questa impostazione è possibile fare rinvio a DI MAJO, *Discorso generale sulla responsabilità civile*, 29 s. (il quale fa riferimento anche alla responsabilità in cui incorre il creditore per avere colpevolmente richiesto il fallimento del debitore).

⁸⁶ Si prende spunto da: CARIELLO, *Sulla c.d. responsabilità da affidamento*, 341, nota 45; NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno*, 252.

⁸⁷ E la cui violazione espone a «responsabilità risarcitoria nei confronti degli investitori danneggiati» (SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 367).

⁸⁸ In tal senso si esprimeva già P. CARBONE, *Tutela civile*, 333.

comprato o venduto il titolo di una società che non ha proceduto ad effettuare la pubblicità prevista dall'art. 114 t.u.f.. La responsabilità dell'emittente (su cui incombe il dovere di *disclosure*) sarà di natura extracontrattuale, considerato che il precetto di cui all'art. 114 t.u.f. si pone – da questo punto di vista – come esplicitazione del c.d. *neminem laedere*⁸⁹, consistente in quella proibizione – sostanzialmente rispondente al principio di atipicità della responsabilità civile⁹⁰ – di interferire lesivamente nella sfera altrui⁹¹ (interferenza cui può dar luogo la situazione di *contatto*⁹², derivante dal trattare sul mercato i titoli oggetto di

⁸⁹ Per tale tesi propende BARTALENA, *Insider Trading*, 341 s. V. anche PINARDI, *La responsabilità*, 358.

Oltre alla responsabilità si pongono, come ulteriori sanzioni a carico dell'emittente, *in primis* il fatto che la Consob (*ex art. 113-ter*, comma 8, t.u.f.) può rendere pubblica la circostanza che i soggetti tenuti alla comunicazione delle informazioni *regolamentate* non ottemperano ai loro obblighi, determinando così un danno di immagine per la società che comporterà una riduzione dell'appetibilità dei suoi titoli. In secondo luogo la Consob (*ex art. 113-ter*, comma 9, t.u.f.) può sospendere o richiedere che il mercato regolamentato interessato sospenda la negoziazione (per un massimo di dieci giorni per volta) dei valori mobiliari (sulla cui nozione v. ONZA-SALAMONE, *Prodotti*, 574 ss.), se ha ragionevoli motivi per sospettare che vi sia stata la violazione di disposizioni relative alle informazioni regolamentate da parte del soggetto tenuto alla comunicazione. Qualora poi intervenga l'accertamento di tali violazioni la Consob proibisce la negoziazione nel mercato regolamentato.

⁹⁰ Sul punto v. GUERRERA, *Illecito*, 144. Circa la progressiva estensione della portata del principio dell'*alterum non laedere* v. *ex pluribus* BIANCA, *La responsabilità civile nella prospettiva europea*, 676. Si veda, per l'affermazione della atipicità (*rectius*, della generalità della clausola) della responsabilità civile anche FRANZONI, *I diritti*, 7; UGOLINI, *L'abuso del potere*, 655; in giurisprudenza, Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, 1097 ss., spec. 1110; Cass. S.U., 11 novembre 2008, n. 26972 (che fa riferimento alla atipicità della responsabilità per danno patrimoniale). È bene precisare che non si intende in questa sede prendere posizione sull'annoso scontro fra la tesi che attribuisce portata di clausola generale (o "norma generale") al requisito dell'ingiustizia (Rodotà) e l'impostazione di Castronovo della responsabilità civile a c.d. tipicità progressiva (su tale confronto v. DI MAJO, *Discorso generale sulla responsabilità civile*, 23; sulla non assoluta antinomia delle due impostazioni MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 351 s.; in tema cfr. anche TRIMARCHI, *Illecito (Diritto privato)*, 97 – il quale nega che l'illecito civile sia la risultante della violazione di obblighi individuati da specifiche disposizioni di legge – e SCALISI, *Danno e ingiustizia*, 808 s. – secondo cui, con impostazione difforme da Castronovo, è imprescindibile il ruolo del giudice nella concretizzazione dei "dispositivi di ingiustizia", pur riconoscendo i rischi di incertezza giuridica che possono derivarne).

⁹¹ In tal senso PUGLIATTI, *Alterum non laedere*, 104.

⁹² In senso contrario, però, si esprime CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 522, secondo il quale la violazione dell'obbligo previsto dall'art. 114 t.u.f. è accostabile alla responsabilità da prospetto ed è configurabile come una responsabilità di natura contrattuale, nella specie della responsabilità da violazione di obbligazione senza prestazione. La tesi sconta, a parere di chi scrive, la mancanza di una prospettiva relazionale tra i terzi e il soggetto emittente (tenuto a rispettare il disposto dell'art. 114 t.u.f.). Manca quella relazione diretta che può giustificare l'attribuzione della matrice contrattuale. Inoltre, secondo l'impostazione di attento studioso della materia della responsabilità civile nel settore dei mercati finanziari, la responsabilità da prospetto è da qualificarsi come extracontrattuale (GIUDICI, *La responsabilità civile*, 241), sia pure con l'inversione dell'onere probatorio posta dall'art. 94, comma 8, t.u.f. (su cui *amplius ultra*, cap. III, § 4). Anche

mancata *disclosure*). Si tratta, infatti, di un obbligo (*rectius*, dovere) di informazione al mercato e, quindi, *in incertam personam*⁹³. La possibilità di individuare soltanto *ex post* i destinatari delle informazioni (ed i soggetti così danneggiati) equivale alla loro preventiva indeterminabilità, che pregiudica «in radice la possibilità di configurare autentici e specifici obblighi di comportamento [...] ispirati a quello generale di correttezza e lealtà». La impossibilità di determinare *ex ante* i destinatari delle informazioni costituisce «fattore di per sé sufficiente a fare degradare i presunti obblighi di comportamento in doveri in senso stretto o meri doveri», idonei a far sorgere esclusivamente una responsabilità aquiliana⁹⁴.

La non preventiva individuabilità dei soggetti potenzialmente danneggiati rende arduo configurare una responsabilità di tipo contrattuale, che scaturirebbe da una ipotetica *obbligazione senza prestazione* (o, forse, si potrebbe dire, seguendo altra impostazione, *prestazione senza obbligazione*), rintracciata in dottrina in presenza di particolari *contatti*⁹⁵ che fanno emergere il bisogno di rispetto del canone della buona fede intesa in senso oggettivo. Si deve precisare, però, sulla scorta di altra ricostruzione, che la violazione del dovere di buona fede oggettiva non implica di necessità una responsabilità contrattuale. La responsabilità aquiliana, infatti, si applica anche in contesti relazionali in cui opera la clausola di correttezza (come, ad esempio, nel caso di responsabilità da trattamento scorretto dei dati personali, in cui esiste una relazione fra chi effettua il trattamento e l'interessato, ma per la quale si fa riferimento alla disciplina della responsabilità extracontrattuale⁹⁶). Inoltre, l'art. 2 Cost. dovrebbe poter rappresentare un appiglio più che valido per giustificare l'utilizzo del principio di «correttezza in contesti di responsabilità extracontrattuale. Se, infatti, il precepto costituzionale non è indispensabile per suffragare la vigenza di un dovere

con il riconoscimento del carattere contrattuale alla responsabilità da “contatto sociale” (come nel caso della responsabilità del medico dipendente di una casa di cura nei confronti di un paziente) la Cass. Sez. Unite, 11 gennaio 2008, n. 577 appare richiedere la presenza di un legame diretto, di immediato *contatto* tra danneggiante e danneggiato (e non la violazione di un obbligo informativo *generale* che appare diretto *in incertam personam*).

⁹³ ABBADESSA, *L'insider trading*, 762 nota 32.

⁹⁴ CARIELLO, *Sulla c.d. responsabilità da affidamento*, 343 (il cui discorso attiene alla responsabilità della capogruppo per lesione dell'affidamento causato dalle dichiarazioni rese con lettere di *patronage*).

Del resto esistono molteplici esempi di obblighi specifici imposti dal legislatore che danno luogo a responsabilità aquiliana. Fermo il disposto dell'art. 2054 c.c., è sufficiente fare riferimento all'art. 149 del codice della strada che impone a chi segue di mantenere una adeguata distanza di sicurezza rispetto al veicolo in marcia che lo precede: nessuno ha mai dubitato che dalla violazione di tale *obbligo di comportamento* scaturisca una responsabilità extracontrattuale.

⁹⁵ Implicito il riferimento all'impostazione di Castronovo.

⁹⁶ L'art. 15 del d.lgs. n. 196/2003 (Codice in materia di protezione dei dati personali) rinvia all'art. 2050 c.c. Si riprende qui il lucido discorso di NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno*, 236, la quale riporta come ulteriori esempi di responsabilità aquiliana applicata in ambienti relazionali i casi della responsabilità dei giornalisti e della responsabilità nei rapporti familiari.

di solidarietà tra le parti di un rapporto obbligatorio [...]», non è escluso che possa essere impiegato per assegnare un sostegno positivo alla tutela della «correttezza quale dovere, non operante in funzione integrativa di un rapporto obbligatorio»⁹⁷. Inoltre, il *contatto* cui la dottrina sopra richiamata si riferisce, non viene individuato unanimemente come fonte di responsabilità contrattuale, considerato che già Betti individuava nella situazione di *contatto sociale* fra due sfere di interessi contigue (e la cui vicinanza abbia consentito ad un consociato una ingerenza nella sfera giuridica altrui⁹⁸) la specificazione del dovere di *alterum non laedere* in obbligo di rispetto la cui violazione dà luogo a responsabilità aquiliana⁹⁹.

Appare una forzatura rintracciare un inadempimento ancor prima che siano individuati i creditori della condotta informativa richiesta. Altrimenti ragionando si avrebbe la paradossale conseguenza per la quale l'emittente sarebbe tenuto a risarcire il danno non dal momento in cui chi ha prestato fiducia alla mancata dichiarazione (ossia allo *status quo* informativo) tiene la condotta da cui gli deriva un pregiudizio, ma a partire dal momento in cui si è realizzato l'«inadempimento», cioè dal momento in cui si è realizzata l'omissione notiziale. È l'ingiustizia del danno il criterio che deve consentire di selezionare i soggetti aventi diritto al risarcimento¹⁰⁰.

Si è in presenza di un danno al patrimonio degli investitori da reputarsi «ingiusto» in considerazione del fatto che il patrimonio degli investitori è qui garantito dall'art. 114 t.u.f.¹⁰¹. L'articolo, letto in tale ottica, risulta attributivo di utilità informative in favore degli investitori, «così da consentire l'attivazione del procedimento di traslazione della perdita, derivante dal venir meno di quelle utilità»¹⁰². L'art. 114 t.u.f. non individua un obbligo di natura relativa (fondato, ad esempio, sulla buona fede), bensì un *dovere* assoluto di informazione che sorge al di fuori di alcuna relazione specifica tra soggetti determinati e alla cui violazione è collegata la responsabilità extracontrattuale¹⁰³.

Il danno da omesse informazioni deriva da un illecito che incide non direttamente su posizioni contrattuali, ma sulla libertà del terzo investitore o socio di

⁹⁷ CARIELLO, *Sulla c.d. responsabilità da affidamento*, 345, nota 55.

⁹⁸ Ingerenza dalla quale ci si sarebbe dovuti astenere e della quale si è chiamati a rispondere.

⁹⁹ BETTI, *Teoria generale*, 108 s. Diversamente argomentando – e ritenendo che la responsabilità contrattuale regoli tutte le fattispecie di danno scaturenti da un preesistente contatto sociale fra i soggetti – si toglierebbe quasi ogni spazio alla responsabilità aquiliana (MAGGIOLO, *Il risarcimento*, 182 s.).

¹⁰⁰ NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno*, 251.

¹⁰¹ Per tale impostazione teorica si può fare riferimento a DI MAJO, *Il problema*, 311 ss.

¹⁰² Parole, estrapolate da differente contesto, tratte da CL. SCOGNAMIGLIO, *Ingiustizia del danno*, 10.

¹⁰³ Prendendo a spunto la distinzione tracciata da MENGONI, *Sulla natura della responsabilità*, 361 s.

auto-determinarsi nelle scelte di investimento o di disinvestimento attraverso atti consapevoli¹⁰⁴. La diffusione obbligatoria di informazioni su “fatti” *price sensitive* è di per sé impersonale e rivolta ad una massa di indistinti potenziali interessati. Per questa ragione si può ritenere che la mancata *disclosure* dia luogo ad una responsabilità diffusa¹⁰⁵.

Si è fatto notare, inoltre, che in tema di qualificazione contrattuale o extracontrattuale della responsabilità da omissione l'elemento cruciale è costituito dalla presenza o meno di un apparato sanzionatorio di tipo penale e/o amministrativo. In particolare qualora il comportamento prescritto dall'ordinamento e omesso abbia una specifica sanzione penale e/o amministrativa è preferibile ritenere che esista un dovere più che un obbligo¹⁰⁶. Una previsione sanzionatoria di tipo penale o amministrativo fa palese la «scelta dell'ordinamento che manifesta con ciò l'intento di andare oltre l'ambito della tutela individuale»¹⁰⁷. Se si considera che l'art. 193 t.u.f. dispone apposita sanzione amministrativa per le società che non effettuano le comunicazioni imposte dall'art. 114 t.u.f.¹⁰⁸, si può desumere che l'omissione del comportamento (*disclosure*) prescritto importerà l'insorgere di responsabilità aquiliana¹⁰⁹, mancando una pretesa che possa trovare fondamento in un rapporto obbligatorio.

Se così è, si può ritenere che l'investitore – danneggiato per aver comprato o venduto un titolo rispetto al quale si è verificato un fenomeno di sottoinforma-

¹⁰⁴ GUERRERA, *Illecito*, 281 s.

¹⁰⁵ Spunti in GUERRERA, *Illecito*, 282 s.

¹⁰⁶ SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina*, 956. Circa la individuazione di una responsabilità di tipo extracontrattuale in relazione a fattispecie delittuose collegate a ipotesi negoziali v. Cass., 3 aprile 1991, n. 3468 (in materia di risarcimento del danno – extracontrattuale – derivante da un'appropriazione indebita effettuata da parte di un mandatario).

¹⁰⁷ CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 320; SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina*, 956.

¹⁰⁸ Sia pure con un meccanismo che, accomunando diverse violazioni e prevedendo una forbice estremamente ampia fra la sanzione minima (5.000 euro) e quella massima (500.000 euro), lascia un margine decisorio eccessivamente ampio alla Consob (SEMINARA, *Disclose or abstain?*, 366).

¹⁰⁹ A meno di non voler ripercorrere l'*iter* argomentativo di E. BARCELLONA, *Responsabilità*, 318, che, con riferimento alla responsabilità delle società di revisione, ritiene che vi sia un diritto dei terzi all'informazione (nel nostro caso privilegiata) e che qualora la società (nel nostro caso, emittente) violi tale obbligo essa ne risponda secondo le regole dell'inadempimento contrattuale. In effetti, però, nel nostro caso la individuazione di una responsabilità contrattuale con riguardo alla società emittente sembra essere “fuori quadro”, nell'ambito di una destinazione al mercato dell'informazione. Propende, invece, per la tesi – qui sostenuta – della responsabilità extracontrattuale dell'emittente anche PERRONE, *Informazione*, 154 ss., spec. 171 ss., escludendo così sia una responsabilità della società per violazione del dovere di buona fede nell'esecuzione del contratto, sia la responsabilità per violazione di presunti obblighi di protezione derivanti da *status*.

Queste difficoltà di qualificazione della responsabilità nella fattispecie in esame si inseriscono, poi, nell'ambito del più generale problema che «riguarda la stessa distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale dinanzi alla complessità delle relazioni economiche moderne» (AL. DI AMATO, *Il danno da informazione*, 196).

zione – può agire nei confronti della società emittente¹¹⁰ e del soggetto che la controlla per ottenere il risarcimento del danno per avere contrattato in carenza delle informazioni che per legge devono essere fornite al mercato¹¹¹.

Ci si può chiedere, poi, se a questa responsabilità extracontrattuale dell'emittente quotato si possa aggiungere quella degli amministratori della società *ex art. 2395 c.c.*¹¹² (norma cui si attribuisce una forte valenza dissuasiva¹¹³, e che segna una duplice fattispecie di incidenza della responsabilità aquiliana dell'impresa – della società e dei suoi amministratori – rispetto ad un unico fatto illecito¹¹⁴).

In linea di massima si potrebbe rispondere affermativamente, poiché siamo di fronte allo stesso tipo di responsabilità extracontrattuale¹¹⁵ e perché un medesimo fatto può dar vita alla responsabilità di più soggetti (anzi si può affermare che la fattispecie illecita realizzata nell'espletamento dei compiti che caratterizzano

¹¹⁰ MARCHETTI, *Profili*, 158 pone il quesito, in una prospettiva tendente a riconoscere l'utilizzabilità del rimedio risarcitorio, della ipotizzabilità, appunto, di conseguenze risarcitorie in capo alla società per violazione dell'obbligo di informare immediatamente il pubblico in merito ai fatti e alle decisioni idonee ad influenzare il prezzo dei titoli.

¹¹¹ Non ha alcun rilievo, come sottolinea ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 52 s., il fatto che gli investitori siano soci della s.p.a. (finché solvibile) e che il riconoscimento di un diritto al risarcimento del danno patito possa depapuperare la società con pregiudizio dei creditori. La pretesa risarcitoria, infatti, si caratterizza «fondamentalmente per una considerazione del soggetto in quanto operante sul mercato finanziario». Per Angelici, invece, si possono nutrire dubbi circa la prevalenza della posizione degli investitori-soci (danneggiati dalla mancata diffusione delle informazioni privilegiate) sugli altri creditori nei casi di insolvenza della società.

¹¹² È favorevole al cumulo delle responsabilità BARTALENA, *Insider Trading*, 342. In materia AMATUCCI, *L'azione*, 1353 ss. e 1375, rivaluta il ruolo dell'art. 2395 c.c. proprio come strumento centrale nella disciplina della responsabilità degli amministratori delle società che operano nei mercati finanziari.

¹¹³ GIUDICI, *La responsabilità civile*, 341. Invece, per CARNEVALI, *La responsabilità civile*, 85 s. e 89 la responsabilità civile da art. 2395 c.c. ha una valenza dissuasiva solo nelle ipotesi di danno mirato e non in quelle di danno diffuso come quelle che si hanno nei mercati finanziari, poiché secondo l'Autore è difficile, in questi casi, ricostruire il nesso di causalità.

¹¹⁴ Sul punto C. AMATUCCI, *La vera ambizione delle azioni di classe*, 44.

¹¹⁵ In effetti il mancato cambiamento del titolo della responsabilità non ha grande rilevanza poiché è noto che un medesimo fatto può generare responsabilità contrattuale ed extracontrattuale (ad esempio, in relazione al trasporto di persone: AULETTA e SALANITRO, *Diritto commerciale*, 446 s.). In materia di cumulo delle responsabilità contrattuale ed extracontrattuale v. MONATERI, *La responsabilità civile*, 679 ss. e 689 ss. (ove riferimenti dottrinali e giurisprudenziali); SALVI, *La responsabilità*, 13; INZITARI e PICCININI, *La responsabilità civile*, 216 s. In relazione, però, alla riduzione del problema del cumulo di tipi di responsabilità alla sola applicazione di un più o meno ampio regime del termine di prescrizione si veda RAVAZZONI, *Responsabilità*, 991.

Per ABBADESSA, *L'insider trading*, 762 nota 32 non sarebbe possibile imputare il danno in questione anche agli amministratori, a differenza di altri casi di responsabilità per danno cagionato ai risparmiatori. Per l'Autore, infatti, l'illecito va imputato solo in capo alla società e non agli amministratori, «giacché la legge intesta il dovere di divulgazione in capo alla prima e non ai secondi (che naturalmente risponderanno verso i soci qualora, per propria colpa, abbiano posto la società in posizione di difetto)».

l'ufficio gestorio dovrebbe determinare la corresponsabilità solidale della società e dell'autore dell'illecito¹¹⁶). Pertanto, il socio danneggiato dalla mancata diffusione di informazioni che avrebbero potuto influire sulle sue scelte (di disinvestimento o di non ulteriore investimento) potrebbe agire nei confronti degli amministratori su cui gravava l'obbligo di comunicazione imposto dal legislatore¹¹⁷.

Per poter agire *ex art. 2395 c.c.* devono ricorrere due presupposti: il compimento di un illecito da parte degli amministratori nell'ambito dell'esercizio del loro ufficio e la produzione di un danno diretto al patrimonio del singolo, ossia di un danno che non costituisca semplice eco del danno subito dal patrimonio sociale¹¹⁸. Non è invece necessaria l'intenzionalità nel comportamento dannoso degli amministratori¹¹⁹.

Quanto al primo profilo, sembra potersi ritenere che la mancata diffusione delle informazioni privilegiate dia vita ad un illecito che si inserisce nell'ambito dello svolgimento dell'ufficio gestorio, in forma non commissiva ma omissiva. È, infatti, indubitabile che l'obbligo di dare pubblicità alle informazioni in questione faccia parte dell'ufficio degli amministratori dell'emittente.

Si tratta, pertanto, venendo al secondo aspetto, di comprendere se il danno da mancata *disclosure* delle informazioni privilegiate sia un danno direttamente cagionato al socio o se non sia piuttosto un danno indiretto.

La stessa mancata *disclosure* genera responsabilità degli amministratori nei confronti della società emittente per il danno che si cagiona all'immagine dell'ente e all'appetibilità dei suoi titoli¹²⁰. Probabilmente, però, la circostanza per la quale il medesimo fatto può ingenerare un danno nei confronti della società non sembra essere sufficiente per escludere l'ipotizzabilità di una responsabilità degli amministratori *ex art. 2395 c.c.*¹²¹.

¹¹⁶ GUERRERA, *Illecito*, 284 s.

¹¹⁷ In senso contrario, sulla base di altro contesto normativo, si esprimeva AFFERNI, *Insider trading*, 218. Il danno da mancato disinvestimento è stato riconosciuto da Trib. Milano, 21 ottobre 1999, 563 sia pure con riguardo a fattispecie non inerente la *disclosure* di informazioni privilegiate.

¹¹⁸ CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, 392.

¹¹⁹ CARNEVALI, *La responsabilità*, 87.

¹²⁰ *Amplius supra*, cap. III, § 2. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 61 sottolinea che gli amministratori potrebbero essere responsabili verso la società emittente, ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2392 c.c., per aver fatto insorgere a carico della medesima società l'obbligo risarcitorio nei riguardi degli investitori danneggiati da mancata *disclosure*. SALAFIA, *L'informativa societaria*, 1029, evidenzia che la diffusione delle informazioni è necessaria non solo per consentire alla società di attirare capitali, ma anche per convincere della bontà dell'investimento già fatto gli investitori (azionisti o obbligazionisti che siano). CAVAZZUTI, *La trasparenza*, 430, ritiene che la trasparenza sia essenziale per i mercati finanziari proprio perché senza di essa non si potrebbe valutare la validità degli investimenti.

¹²¹ MARCHETTI, *Profili*, 157 propende per la azionabilità della responsabilità *ex art. 2395 c.c.* (anche se l'Autore fa riferimento alla responsabilità degli amministratori – o dei direttori o dei sindaci – a causa di attività di *insider trading*).

Infatti, il danno che il socio subisce dalla mancata diffusione delle informazioni privilegiate è un danno diverso da quello che subisce la società. Mentre la società subisce un danno all'immagine cagionato da parte di chi la dirige (con conseguente aumento del costo del capitale), invece il singolo socio subisce un danno patrimoniale di tipo differente, costituito (tanto per fare alcuni esempi) dalla minor somma che ha ottenuto dalla vendita delle azioni (rispetto a quella che avrebbe potuto ottenere se le informazioni privilegiate fossero state rese pubbliche) o dalla maggior somma che avrebbe potuto conseguire da una vendita anticipata rispetto al momento in cui è stata effettuata. In questo secondo caso sulla scelta del socio di cedere in ritardo le azioni (ossia in un momento in cui la loro quotazione è ormai scesa) incide la mancata diffusione dell'informazione privilegiata, la cui *disclosure* avrebbe potuto spingere il socio ad una cessione immediata dei titoli ad un prezzo presumibilmente più elevato.

Tale differenza dei danni che vengono subiti dal socio e dalla società induce a ritenere che non vi sia alcun rapporto di derivazione del pregiudizio sofferto dal socio da quello cagionato alla società dalla mancata diffusione delle informazioni privilegiate. Ciò importa che si possa considerare la fattispecie in questione pluri offensiva e che sia attivabile anche il meccanismo risarcitorio di cui all'art. 2395 c.c. (fermo restando che trattasi pur sempre di una ipotesi di responsabilità extracontrattuale¹²², in ragione della posizione di terzietà che l'azionista ha rispetto all'obbligo che grava sugli amministratori¹²³). Non si è in presenza di un danno alla società che si riverbera in forma di danno riflesso sul

¹²² CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, 393, individua come caso classico di responsabilità degli amministratori ex art. 2395 c.c. quello dei soci che, tratti in inganno da informazioni contabili false (o, si potrebbe aggiungere, da mancata comunicazione di informazioni *price sensitive*) si astengono dal vendere le azioni poi risultate prive di valore. Sulla responsabilità da 2395 c.c. v. anche CASSOTTANA, *Sulla nozione*, 530 ss.. La tesi che individua una responsabilità extracontrattuale nel disposto dell'art. 2395 c.c. è assolutamente prevalente in dottrina e in giurisprudenza. In dottrina, *ex pluribus*: CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione*, 240, nota 184; DI MAJO, *Il problema*, 321; FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, 153; FERRI, *Le società*, 726; GALGANO-GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, 491; GAMBINO, *La valutazione*, 384; JAEGER, *La responsabilità solidale*, 422; MINERVINI, *Gli amministratori*, 363; RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale*, 93; REGOLI, *Offerte pubbliche*, 151 e nota 57; da ultimo PINTO, *La responsabilità*, 893 ss., spec. 897 (ove ulteriori riferimenti bibliografici) e FACCHIN, *sub art. 2395*, 527; in giurisprudenza Cass., 3 aprile 2007, n. 8359; Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251; Cass., 1 aprile 1994, n. 3216; Trib. Milano, 21 ottobre 1999, 563. Per una impostazione differente v., però, BONELLI, *Gli amministratori*, 225 (che reputa preferibile ritenere che si tratti di responsabilità contrattuale); SAMBUCCI, *Art. 2395*, 718 s.; ADIUTORI, *Funzione amministrativa*, 3 ss., spec. 79 ss.. Già BORGIOLO, *I direttori generali*, 352, aveva individuato nella fattispecie delineata dall'art. 2395 c.c. differenti ipotesi di responsabilità extracontrattuale e contrattuale. Anche MONATERI, *La responsabilità civile*, 615, è critico. Per l'Autore l'art. 2395 c.c. non fonderebbe né un genere né una specie di responsabilità, ma individuerrebbe una norma di salvaguardia volta a tutelare ogni pretesa risarcitoria non basata sugli artt. 2393 e 2394 c.c. Per una ricognizione delle differenti posizioni v. DE NICOLA, *sub art. 2395*, 658.

¹²³ PINTO, *La responsabilità*, 899.

patrimonio del singolo socio. Nel nostro caso le due fattispecie sono totalmente autonome, sicché appare congrua l'applicabilità dell'art. 2395 c.c., visto che il danno che subisce il socio non è parte di quello subito dal patrimonio sociale ma ha natura diversa.

Solo una piena coincidenza qualitativa e quantitativa (ovviamente pro quota) tra il danno diretto cagionato alla società e quello cagionato al socio impedisce a questi di agire per ottenere il risarcimento *ex art.* 2395 c.c.

Qualora, invece, il pregiudizio sofferto dal socio non trovi copertura – sempre pro quota – nel risarcimento del danno arrecato alla società («perché qualitativamente diverso o quantitativamente eccedente rispetto a questo») potrà esperirsi l'azione *ex art.* 2395 c.c. Sarà, pertanto, possibile ritenere che sussista un danno diretto al socio¹²⁴.

Peraltro, anche qualora si volesse affermare che il danno che subisce il socio altro non sia, nell'ipotesi in questione, che un riflesso del danno subito dalla società (sicché l'art. 2395 c.c. non sarebbe applicabile), si deve rilevare che proprio con riferimento alle società quotate (*rectius*, ai titoli quotati) si è affermato che il pregiudizio che il socio subisce per la riduzione del valore di mercato del titolo non costituisce un danno integralmente “coperto” dal corrispondente danno subito dalla società, quantomeno allorché il prezzo di mercato dei titoli quotati risulti indipendente rispetto alle variazioni del valore interno della partecipazione¹²⁵.

La tesi che si propone, secondo la quale il danno subito dal socio è diverso da quello subito dalla società, conduce ad escludere problemi di sovrapposizione fra l'azione di responsabilità esercitata dalla società nei confronti degli amministratori che non hanno proceduto alla diffusione delle informazioni privilegiate e quella che i singoli soci possono esperire nei confronti degli amministratori della società per la medesima fattispecie. La responsabilità della società *ex art.* 2043 c.c. e dei suoi amministratori *ex art.* 2395 c.c. sarà una responsabilità solidale, considerato che sono tutti obbligati per la medesima prestazione (il risarcimento del danno) e che la solidarietà si presume (art. 1294 c.c.).

Non si dovrebbe porre neppure una difficoltà di coordinamento fra l'azione esperibile *ex art.* 2395 c.c. nei confronti degli amministratori che non hanno proceduto ad effettuare la pubblicità dell'informazione privilegiata e quella esperibile nei confronti della società (per la medesima ragione), poiché i problemi di potenziale duplicazione del risarcimento spettante al soggetto danneggiato dalla mancata comunicazione delle informazioni privilegiate (per eventuale autonomo esercizio delle azioni) possono essere risolti secondo i meccanismi pro-

¹²⁴ PINTO, *La responsabilità*, 930.

¹²⁵ ID., *La responsabilità*, 932 s. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 62 ritiene che la responsabilità *esterna* degli amministratori *ex art.* 2395 c.c. sia configurabile nel caso in questione soltanto quando ricorrano le specifiche ragioni soggettive di imputabilità individuate dalla disposizione (senza che sia possibile avvalersi dei principi fissati dagli artt. 2381, comma 5 e 2392 c.c.).

cessuali che ordinariamente si applicano in caso di obbligazioni solidali (riunione dei giudizi o opposizione al giudizio di esecuzione, esperibili da parte del soggetto che sia stato convenuto dopo che sia avvenuto l'integrale risarcimento).

Le precedenti annotazioni possono riferirsi anche ai casi di una *disclosure* falsa o incompleta¹²⁶. Peraltro, la diffusione di dati falsi o fuorvianti può far sorgere altre fattispecie di rilevanza penale e amministrativa come la manipolazione del mercato¹²⁷.

¹²⁶ In materia di informazioni false al mercato merita di essere richiamata la giurisprudenza tedesca sul caso Infomatec (dalla pronuncia del *Landegericht* Augsburg). Tale società quotata dichiarò – in virtù della disciplina sulla *Ad-hoc-Publizität* – di aver concluso un accordo con la società Mobilcom per un valore, nel 1999, di almeno 55 milioni di marchi. Si scoprì in seguito che il valore del contratto concluso tra Infomatec e Mobilcom era di gran lunga inferiore (pari a circa 9 milioni di marchi) e fu riconosciuta l'esistenza di un danno in capo a quegli investitori che avevano fatto affidamento sulla falsa dichiarazione (applicandosi i §§ 823(2) e 826 BGB e 88 *Börsengesetz*). Successivamente la pronuncia fu oggetto di revisione da parte dell'*Oberlandesgericht München* e di intervento da parte del *Bundesgerichtshof*, che ha escluso la possibilità di applicare la disciplina della responsabilità da prospetto, ha criticato il riferimento operato al § 823(2) BGB con riguardo al § 88 BörsG ed ha precisato che la responsabilità da false informazioni diffuse nel contesto della *Ad-hoc-Publizität* è inquadrabile nell'ambito del § 826 BGB (con le connesse "difficoltà" probatorie che conseguono in particolare circa il nesso di causalità: in merito v. anche UNZICKER, *Haftung*, 1596 ss., spec. 1598 ss.; sul punto si vedano i casi legati alla vicenda "Comroad", tra cui *Bundesgerichtshof*, 4 giugno 2007, 76). In tema BRELLOCHS, *Publizität und Haftung*, 114 ss.; ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 23; MORO, *Le decisioni "Infomatec"*, 521 ss.

¹²⁷ Si deve valutare se la mancata diffusione di informazioni privilegiate o la pubblicazione di notizie false possa dare vita al reato di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.): la risposta è ovviamente positiva per la diffusione di notizie false; è necessario essere invece più cauti per quanto attiene alla mancata *disclosure*. Non è agevole, infatti, ritenere che la mancata diffusione di informazioni privilegiate rappresenti una manipolazione del mercato: per giungere a tale risultato si dovrebbe poter inquadrare la mancata *disclosure* nell'ambito degli "artifici" cui fa riferimento l'art. 185 t.u.f. Nell'alveo degli artifici si potrebbero al limite far rientrare le pratiche di *disclosure* parziale delle informazioni privilegiate, qualora riescano ad avere una portata fuorviante (in generale circa la portata dell'espressione *altri artifici* v. SGUBBI, *Abusi di mercato*, 28 ss.). Non può, però, non notarsi che la formula *altri artifici* rischia di essere «una sorta di contenitore vuoto in cui ricondurre qualsivoglia operazione finanziaria che appaia riprovevole» (SGUBBI, *Abusi di mercato*, 32). In generale sulla manipolazione del mercato v. LUNGHINI, *La manipolazione*, 1474 ss.; SALERNO-COSTANTINO, *Le sanzioni penali*, 382 s. Con particolare attenzione al reato di abuso di informazioni privilegiate, si deve segnalare che trattasi di reato che è punito indipendentemente dal fatto che le operazioni vietate e ugualmente compiute non abbiano inciso sul prezzo dei titoli trattati. Si è cioè in presenza di un reato di pericolo, che è sanzionato anche se non è intervenuta alcuna modificazione nell'andamento del valore del titolo (a causa magari di accidentali eventi di segno opposto rispetto a quello/i sfruttato/i dall'*insider* con la sua attività di *trading*): COSTI, *Il mercato mobiliare*, 293; ID., *Capitolo II, Il mercato mobiliare*, 814; sul punto v. anche TRANIELLO, *Art. 180*, 413 e GLIATTA, *Reati*, 36; in giurisprudenza Trib. Milano, 14 febbraio 2004, 114. Quindi l'abuso di informazioni privilegiate sarà punito anche se il fatto non abbia cagionato alcun danno a terzi.

Da ultimo è opportuno segnalare un profilo particolare, preso in esame dalla Corte di Giustizia UE nella causa *Georgakis* (C-391/04). Si tratta della imputazione di *insider trading* in capo a colui che sfrutta informazioni privilegiate concernenti una manipolazione del mercato: quest'ul-

4. *Il nesso di causalità e l'elemento soggettivo nella responsabilità da mancata disclosure.* – Gli investitori che hanno operato sul mercato in un periodo critico (ossia nel lasso temporale che va dal momento in cui ha inizio la reticenza o il silenzio dell'emittente fino al momento della pubblicazione della notizia), patiscono un danno – di natura extracontrattuale-, in ragione del fatto che hanno dovuto subire condizioni economicamente svantaggiose rispetto a quelle che sarebbero state praticate se la società avesse effettuato per tempo la *disclosure* imposta dal legislatore.

Questo pregiudizio (che è stato definito come da *prezzo ingiusto*) non pone particolari problemi sotto il profilo del nesso di causalità¹²⁸. Sul punto è opportuno precisare che non è possibile affermare che mancherebbe il nesso eziologico fra l'evento realizzato ed il danno che subisce l'operatore di mercato incolpevolmente disinformato. In particolare, non è sostenibile in maniera assoluta che un operatore di borsa ignaro avrebbe acquistato o venduto ugualmente quei determinati titoli, a prescindere dall'esistenza di una violazione di obblighi di pubblicità di informazioni privilegiate. Infatti, non è affatto detto che l'operatore ignaro si sarebbe comunque deciso al compimento di quella determinata operazione di borsa, se avesse avuto contezza di quelle specifiche informazioni non rese pubbliche.

Inoltre, anche volendo trascurare tale argomentazione, resta da rilevare che l'investitore ignaro subisce quantomeno il danno rappresentato dal fatto di avere compiuto l'operazione a condizioni diverse da quelle che avrebbero dovuto essere presenti sul mercato (qualora fosse stata effettuata una corretta *disclosure*). Tutto questo comporta un assoggettamento ad un margine di rischio ulteriore e non giustificato¹²⁹. L'investitore deve sopportare le conseguenze delle sue scelte ed i relativi rischi, ma solo quei rischi che sono propri di un mercato che funziona correttamente¹³⁰.

Rispetto a tale danno sembra possibile individuare un nesso di causalità con il comportamento dell'emittente. Il fatto, cioè, che l'investitore danneggiato abbia negoziato il titolo ad un prezzo difforme dal suo valore "reale" costituisce già la prova dell'esistenza di un nesso di causalità fra il danno ed il comporta-

tima si realizza attraverso la diffusione di informazioni false, mentre l'*insider trading* si caratterizza per l'utilizzo di informazioni vere non diffuse tra il pubblico. Ebbene, secondo la Corte, la manipolazione del mercato costituisce un fatto indubitabilmente reale e il *trading* dei titoli oggetto di essa sulla base della conoscenza di siffatta attività manipolativa in via ovviamente "riservata" costituisce abuso di informazioni privilegiate (HANSEN-MOALEM, *Insider dealing*, 955; v. anche KLÖHN, *The european insider*, 9 ss.).

¹²⁸ ABBADESSA, *L'insider trading*, 762. Sul punto v. *amplius ultra*, cap. III, § 12.

¹²⁹ Fermo restando, come incisivamente afferma CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi*, 358 che ogni operazione di investimento sul mercato mobiliare presenta ineliminabili e fisiologiche componenti di rischio: «su questo mercato anche le "vedove e gli orfani" potranno dunque continuare a perdere i loro averi».

¹³⁰ V. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, 252.

mento del danneggiante, sicché per l'investitore sarà sufficiente dare la prova che il prezzo a cui ha negoziato si era formato in maniera artificiosa¹³¹.

Il legislatore impone la diffusione delle informazioni privilegiate (così come vieta il loro sfruttamento) al fine di incrementare la fiducia del pubblico nel mercato quale meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. In tema, si è messo in luce che la stessa violazione degli obblighi informativi – con la intempestiva diffusione delle informazioni-, allorché importa conseguenze rilevanti sul prezzo degli strumenti finanziari, costituisce prova della sussistenza del nesso di causalità¹³². Negli Stati Uniti si è autorevolmente affermato che in un sistema caratterizzato da «mandatory disclosure it is sufficient to prove that the company did not disclose what it was supposed to disclose», alleviandosi così «the burden of proof for suing investors»¹³³. In un mercato in cui vi è – o vi dovrebbe essere¹³⁴ – un collegamento costante tra le informazioni diffuse e il prezzo degli strumenti finanziari (sia pure intermediato dagli operatori sofisticati) e in cui il legislatore crea un affidamento sulle informazioni diffuse è ammissibile ritenere che il nesso di causalità possa essere oggetto di una presunzione, con facoltà per gli amministratori dell'emittente di dare prova contraria, dimostrando che il prezzo si è formato sul mercato in maniera assolutamente indipendente dalla violazione dell'obbligo di *disclosure* a causa dell'intervento di elementi ulteriori¹³⁵.

È stato altresì rilevato da attenta dottrina (seppure con riferimento ad altro ambito) che la prescrizione di determinati comportamenti di trasparenza è indice del fatto che una corretta informazione è reputata giuridicamente rilevante per il corretto funzionamento del mercato. «E un tale “scolorimento” in qualche misura del requisito di causalità sembra giustificarsi, giacché un diverso e più rigoroso regime probatorio finirebbe per disincentivare non poco la stessa azionabilità della tutela»¹³⁶. L'incapacità del mercato, in presenza di omissioni informative, di far sì che il prezzo del titolo rifletta la situazione reale (che dovrebbe essere nota a tutti), può costituire un elemento utile a “svalutare” il ruolo tradizionalmente attribuito sul piano probatorio al nesso di causalità¹³⁷. Affinché si realizzi

¹³¹ In tal senso v. PERRONE, *Informazione*, 187 s., il quale correttamente desume che l'emittente – ad esempio – possa esimersi da responsabilità nel caso in cui fornisca la prova della conoscenza da parte dell'investitore dell'omissione della *disclosure*. Sui problemi concernenti l'onere della prova a carico del danneggiato v. BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 148 s.

¹³² BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 223 ss.

¹³³ «Without it, a suing investor would have to prove in a trial that a company has behaved with negligence in not disclosing certain information»: ZINGALES, *The costs*, 16.

¹³⁴ V. *supra* le osservazioni di Posner e G. Rossi riportate nel cap. I, § 1 in relazione alla recente crisi finanziaria e ai suoi risvolti sulle impostazioni liberiste.

¹³⁵ BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 227 s. e 234.

¹³⁶ SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina*, 981 s.

¹³⁷ Si prende spunto qui dall'esperienza statunitense della *fraud on the market theory*, su cui v. ampiamente GIUDICI, *La responsabilità*, 254 ss., spec. 258.

tale risultato dovrebbe provarsi che il prezzo a cui si è negoziato sarebbe stato diverso in presenza della omessa diffusione delle informazioni privilegiate. Per giungere a questa conclusione potrebbe essere sufficiente, come si è affermato in dottrina, utilizzare uno *standard market model* che consenta di verificare se l'omissione di un'informazione abbia influito sui corsi di un titolo. Un siffatto modello di mercato permette di accertare se gli investitori abbiano conseguito profitti o perdite anomali (*in peius*, per quel che qui interessa) nel momento in cui l'informazione corretta è stata diffusa, mettendo altresì in correlazione «*the return on a particular stock and the market as a whole*». Il modello, infatti, è basato sulla correlazione fra i profitti generati dalla negoziazione di un determinato titolo ed i profitti prodotti da operazioni sul mercato complessivo. Individuata questa correlazione è possibile «to predict what the return of a given security should be on a certain date given the return for the market as a whole. [... If] the actual return on the date when the supposedly correct information is disclosed is lower at a statistically significant level than what is predicted, then investors earned abnormally low returns»¹³⁸. Del resto affidare la prova di un elemento fondante l'illecito ad un'indagine di tipo statistico non costituisce una novità assoluta, sol che si ponga mente alla circostanza che anche nel settore penale i fenomeni rilevanti legati all'utilizzo di informazioni privilegiate vengono investigati da parte dell'Autorità di vigilanza mediante algoritmi che servono ad identificare negoziazioni anomale tali da far presumere l'esistenza di una "non corretta" attività di *trading*¹³⁹. Né si può obiettare che fare affidamento su uno *standard market model* significa dare per sicuro un dato (il funzionamento in maniera efficiente del mercato) che tale non è. L'efficienza del mercato (*rectius*, una sua efficienza semiforte), intesa più come modello cui pervenire piuttosto che come modello di partenza, conduce a porre a carico degli investitori consapevoli della possibile inefficienza del mercato il relativo rischio. Ciò non implica, però, che gli investitori debbano anche farsi carico degli «ulteriori rischi derivanti dall'eventualità di comportamenti scorretti» che aggravano la eventuale inefficienza del mercato. Se si segue questa impostazione non risulta avere importanza distinguere nei casi di danni da mancata *disclosure* fra investitori danneggiati che operano in mercati efficienti e investitori danneggiati che operano in mercati non efficienti¹⁴⁰. Tutti hanno diritto al risarcimento del danno patito, a prescindere dal fatto che abbiano operato su un mercato efficiente. Altrimenti argomentando si finirebbe paradossalmente per stimolare gli operatori a non effettuare la *disclosure* delle informazioni privilegiate al fine di contribuire a ingenerare la inefficienza del mercato.

Al contempo, sotto il profilo dell'elemento soggettivo è da evidenziare che

¹³⁸ FISCHER, *Use of modern finance*, 14.

¹³⁹ *Supra*, cap. III, § 1.

¹⁴⁰ Si sposa la tesi di ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 35 s.

anche esso è di non difficile individuazione, poiché dalla prova della mancata *disclosure* può desumersi quantomeno la colpa per negligenza da parte dell'emittente¹⁴¹.

Siffatto stato soggettivo (sicuramente presente nel caso in cui l'emittente scientemente rifiuta di rendere edotto il mercato di una determinata informazione unanimamente considerata *price sensitive*¹⁴²), tuttavia, può risultare di difficile accertamento quando si sia in presenza di notizie relativamente alle quali il grado di *price sensibility* o di precisione è fortemente incerto. Per questa ragione si sostiene correttamente in dottrina che la colpa sia da escludere qualora si riscontri eccessiva incertezza nella qualificazione della fattispecie in termini di informazione privilegiata¹⁴³.

Inoltre, si deve tenere in adeguata considerazione che l'art. 113 t.u.f. (dettato in tema di prospetto di ammissione alle negoziazioni e costituente l'*incipit* del capo I, titolo III, parte IV del t.u.f., dedicato all'informazione societaria) prevede espressamente al primo comma un rinvio alla disposizione contenuta nell'art. 94, comma 8, t.u.f. La norma (posta in materia di pubblicazione del prospetto di offerta al pubblico di strumenti finanziari) impone agli emittenti e agli offeren-

¹⁴¹ BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 197 e 234. Per riferimenti al panorama tedesco e alla difficoltà di colpire civilisticamente gli emittenti per la diffusione di informazioni false al mercato v. MORO, *Le decisioni "Infomatec"*, 521 ss., che rinvia alle decisioni del *Bundesgerichtshof* nei casi *Infomatec* – riferimenti anche in KORNER, *Infomatec*, 3386 e RYAN, *Understanding director & officer liability*, 454 ss. – (cui si può aggiungere il caso "Comroad").

¹⁴² In tema è bene tenere presente che l'elemento soggettivo (dolo o colpa che sia) «corrisponde a quello degli amministratori-organici della società», venendo il dolo o la colpa di essi immediatamente attribuita alla società da essi gestita in forza dei principi che informano la rappresentanza organica: BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 189.

¹⁴³ Per tali osservazioni v. PERRONE, *Informazione*, 181. È altresì necessario provare a sminuire la distinzione tra responsabilità contrattuale e extracontrattuale. L'abbandono della concezione psicologica della colpa (come evento che appartiene alla sfera interna del soggetto) e l'individuazione della colpa extracontrattuale come concetto normativo (secondo cui si deve dimostrare che il danneggiante ha tenuto un comportamento difforme rispetto ad un modello astratto) ha in parte ridotto la distinzione fra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale. Peraltro, sotto il profilo del danno risarcibile e dei connessi oneri probatori la posizione del danneggiato non sempre risulta avvantaggiata dall'applicazione delle regole della responsabilità contrattuale. Il risarcimento, in questo caso, può concernere i danni imprevedibili e non solo quelli prevedibili nella sola ipotesi di inadempimento doloso e il danneggiato ha l'onere di provarlo (venendo così a trovarsi nella medesima posizione probatoria della vittima di un illecito sanzionato ex art. 2043 c.c.): MAGGIOLO, *Il risarcimento*, 111, 120, 123 s. e 271 ss. Per il ridimensionamento della distinzione fra responsabilità contrattuale e aquiliana si può rinviare a RAVAZZONI, *Responsabilità*, 945 ss., spec. 953 ss. e 990 s., il quale sottolinea che le norme che disciplinano la responsabilità da inadempimento e quelle che regolano la responsabilità da illecito extracontrattuale (tranne per quel che attiene al termine prescrizione e alla limitazione del risarcimento ai soli danni prevedibili per una particolare ipotesi di inadempimento – nel caso in cui non vi sia dolo del debitore: art. 1225 c.c.) si integrano a vicenda appartenendo ad un unico *genus*. Sul punto v. anche LAMBO, *Responsabilità civile*, 139, sul profilo della mancanza di grandi differenze fra i due tipi di responsabilità per quanto concerne la valutazione del danno (considerata l'applicazione del criterio della causalità adeguata o di regolarità causale alla responsabilità aquiliana).

ti¹⁴⁴ l'onere di provare di avere adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni rese pubbliche con il prospetto siano conformi ai fatti e non presentino omissioni idonee ad alterarne il senso. Come si è efficacemente fatto notare¹⁴⁵, il prospetto di ammissione alle negoziazioni costituisce un documento volto a fornire informazioni agli investitori sul mercato secondario e non vi sono ragioni per discriminare i regimi probatori e di responsabilità a seconda che l'omessa diffusione delle informazioni avvenga nell'ambito del prospetto di ammissione alle negoziazioni o in sede successiva (*ex art. 114 t.u.f.*). Il combinato disposto degli artt. 94, comma 8, t.u.f. e 113, comma 1, t.u.f. che impone un onere probatorio in capo all'emittente può essere ritenuto espressione di un principio generale (riconducibile al canone della "vicinanza della prova") valevole anche nell'ambito del mercato secondario, che pone in capo a chi omette di diffondere (nel caso che ci interessa) informazioni privilegiate la responsabilità per tale mancanza, «a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza»¹⁴⁶. Questa inversione dell'onere probatorio elimina l'ostacolo pratico maggiore alla ricostruzione della fattispecie in termini di responsabilità aquiliana¹⁴⁷. A ciò si deve aggiungere che nella responsabilità *ex art. 2043 c.c.* l'elemento della colpa non può mai presentare quel grado di specificità che si richiede quando ci si riferisce alla diligenza contrattuale, essendo indeterminate, prima del verificarsi del danno ingiusto, le stesse potenziali vittime¹⁴⁸.

5. *La quantificazione del danno subito dagli investitori per mancata disclosure.* – Qualche perplessità suscita, invece, la quantificazione del danno risarcibile. In special modo risulta non semplice l'accertamento dell'ipotetico prezzo che il titolo trattato avrebbe potuto conseguire in presenza di una adeguata e tempestiva pubblicazione delle informazioni *price sensitive*.

Negli Stati Uniti con riguardo alle *securities actions* si è proposto di prendere come parametro di riferimento il prezzo che il titolo consegue dopo la divulgazione dell'informazione (*out-of-pocket measure*)¹⁴⁹. Si è fatto, però, presente

¹⁴⁴ Nonché all'eventuale garante e alle persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto. Sulla disposizione da ultimo MACCHIAVELLO, *La responsabilità*, 927 s.

¹⁴⁵ GIUDICI, *La responsabilità*, 277.

¹⁴⁶ GIUDICI, *La responsabilità*, 277. L'inversione dell'onere della prova è giustificabile anche abbracciando l'impostazione di chi, come CARNEVALI, *La responsabilità civile*, 88, sostiene (sia pure con riguardo alla diffusione di informazioni e non con riguardo alla mancata diffusione di informazioni dovute) che sia doveroso invertire l'onere della prova, addossandolo agli amministratori, nelle azioni esperite *ex art. 2395 c.c.*, considerato che la mancata diffusione delle informazioni rientra nella loro sfera di controllo.

¹⁴⁷ Su questo aspetto della tradizionale distinzione fra responsabilità contrattuale e aquiliana si veda NICOLUSSI, *Il commiato della giurisprudenza*, 812 ss.

¹⁴⁸ ID., *Il commiato della giurisprudenza*, 816.

¹⁴⁹ V. GRENIER, *Damages*, 803, secondo cui le Corti determinano usualmente il *fair market value* di un titolo «*at the time of the fraudulent transaction by reference to the security's value at*

che così si terrebbero in considerazione tutte le variazioni dei corsi del titolo in questione, anche quelle, quindi, che sono totalmente estranee alla fattispecie dannosa. Pertanto, se si vuole utilizzare come parametro di riferimento il prezzo che il titolo consegue dopo la pubblicazione dell'informazione (c.d. tecnica del *constant true value ribbon*), è necessario depurarlo dall'influenza che hanno avuto gli altri fattori *price sensitive*¹⁵⁰.

Il metodo del *constant true value ribbon* non viene granché utilizzato proprio per la sua inidoneità a tenere conto delle variazioni determinate sul corso del titolo da altri fattori estranei alla mancata *disclosure*¹⁵¹.

Più articolati risultano i metodi c.d. *constant dollar ribbon* e *constant percentage ribbon*. Con la prima tecnica si assume che l'ammontare della *inflation* del titolo sia costante per tutto il periodo che interessa e che rifletta lo *shock* sul prezzo che si verifica non appena l'informazione viene diffusa¹⁵². La seconda tecnica (*constant percentage ribbon*) dà per assunto quanto presupposto dalla prima (*constant dollar ribbon*) con la differenza che il valore dell'*inflation* del titolo dovuta alla mancata *disclosure* viene calcolato su base percentuale¹⁵³.

Tutte queste metodologie di calcolo hanno alla base un presupposto tutt'altro che certo: che il soggetto danneggiato avrebbe comunque negoziato i titoli anche in presenza di una corretta informazione del mercato¹⁵⁴.

Non è, inoltre, da escludere che il prezzo che si forma immediatamente dopo la *disclosure* "tardiva" sia frutto di una *reazione da panico* degli investitori rispetto, in particolare, a cattive notizie non diffuse. Da ciò discende «la preferibilità di una soluzione in cui il prezzo di riferimento sia costituito non già da quel-

some posttransaction date, usually the date on which the fraud was or should have been discovered». Così è avvenuto ad esempio nel caso *Ross v. Licht*, deciso dalla *United States District Court for the Southern District of New York*, 6 febbraio 1967. Sulla *out-of-pocket measure* (e per le critiche ad essa) v. diffusamente VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 103 ss. L'enormità dei danni che possono essere richiesti conduce CHOI-PRITCHARD, *Securities Regulation*, 347 a ritenere che la *compensation* realizzata attraverso la *out-of-pocket* abbia un senso solo nei casi di danni cagionati da una società che ha spinto gli investitori a sottoscrivere i suoi titoli grazie ad una frode. Soluzione analoga alla *out-of-pocket measure* è utilizzata nel sistema australiano: FARRAR, *Corporate governance in Australia*, 267.

¹⁵⁰ ABBADESSA, *L'insider trading*, 762 s.

¹⁵¹ TOPOL, *Attacking plaintiffs-style damages*, 2.

¹⁵² Ad esempio, se un titolo perde 10 euro (passando da 100 a 90 euro) nel periodo rilevante in cui l'informazione privilegiata avrebbe dovuto essere resa pubblica, si assume che la riduzione di 10 euro valga per tutte le operazioni negoziali compiute in quel periodo. Pertanto, il prezzo di un'azione comprata a 80 nel periodo in questione avrebbe dovuto essere di 70.

¹⁵³ Riprendendo il precedente esempio se un titolo perde 10 euro (passando da 100 a 90 euro) nel periodo rilevante in cui l'informazione privilegiata avrebbe dovuto essere resa pubblica, si assume che la riduzione percentuale del 10% valga per tutte le operazioni negoziali compiute nel periodo. Entrambi gli esempi sono tratti da TOPOL, *Attacking plaintiffs-style damages*, 2 (cui rinvia anche STELLA, *L'enforcement*, 346 ss.).

¹⁵⁴ Osservazione di WANG-STEINBERG, *Insider trading*, 4:8.2[A].

lo immediatamente seguente alla comunicazione, quanto piuttosto dalla media dei *trading price* in un determinato intervallo di tempo successivo»¹⁵⁵.

Anche nell'ottica delle ragioni appena esposte si spiega perché il *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 (introdotto per arginare il fenomeno di deriva giudiziale delle vicende concernenti i mercati finanziari e gli *abusi* derivanti da un'inflazione nell'utilizzo delle *securities class actions* per cause immeritevoli¹⁵⁶) limita il risarcimento, nelle cause in cui gli attori lamentano di aver patito dei danni *by reference to the market price of a security*, alla differenza tra il prezzo di acquisto (o di vendita) e quello medio di mercato del titolo oggetto di negoziazione in un arco di tempo di novanta giorni successivi alla diffusione della notizia circa la non veridicità dell'informazione o della sua omissione¹⁵⁷. Si ritiene, pertanto, nell'ordinamento statunitense che tre mesi costituiscano un arco di tempo sufficiente per consentire al mercato di assorbire pienamente nei prezzi il valore dell'informazione.

Nel caso in cui non si riesca ad effettuare questo calcolo, sarà necessario fare ricorso al giudizio equitativo, anche se ciò potrebbe comportare rischi di eccessivo relativismo giudiziario¹⁵⁸. È anche vero, però, che tali rischi si correrebbero probabilmente solo in un primo momento, con le iniziali pronunce. Nel tempo, infatti, potrebbero consolidarsi in giurisprudenza parametri di quantificazione idonei almeno ad evitare il rischio di pronunce fortemente difformi sul punto.

A questo punto dell'indagine è bene tener presente che è possibile individuare una fattispecie di danno ulteriore rispetto a quella correlata alla conclusione di un'operazione ad un prezzo diverso da quello che il titolo avrebbe dovuto a-

¹⁵⁵ PERRONE, *Informazione*, 214, che rinvia al saggio di LEV-DE VILLIERS, *Stock price crashes*, 7 ss. In Francia, invece, si è affermato che il danno da risarcire ai risparmiatori consiste nella differenza fra il prezzo di acquisto ed il valore del titolo dopo la pubblicazione dell'informazione (*affaire Régina Rubens*, su cui, con approccio critico, SCHILLER, *L'indemnisation*, 9). In tema si veda anche BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 220 s., nota 180. Per tale ragione non può considerarsi pienamente valido il c.d. *comparable index method* (su cui v. sempre TOPOL, *Attacking plaintiffs-style damages*, 2 e STELLA, *L'enforcement*, 348), che assume che il valore di un titolo varia in maniera coerente rispetto a titoli appartenenti al medesimo settore. Anche questo metodo di calcolo (che a differenza dei precedenti tiene conto dei fattori macroeconomici che hanno influenzato l'andamento dei prezzi dei titoli del settore) non risulta soddisfacente perché utilizza come parametro di riferimento il prezzo del titolo (oggetto di sottoinformazione) quale si è formato immediatamente dopo la *disclosure*.

¹⁵⁶ VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 93 ss. Uno dei problemi più rilevanti è stato determinato dalla presunzione di esistenza di un nesso di causalità tra informazioni (*rectius*, loro omissione) e danno patito dagli investitori che hanno operato sul titolo nel lasso temporale rilevante (GIUDICI, *La responsabilità civile*, 270 s.). Si deve, inoltre, segnalare che le *securities class actions* riescono solo raramente a fornire un adeguato risarcimento ai soggetti danneggiati, considerato che essi ricevono solo una percentuale minima rispetto al rovinoso investimento effettuato: STELLA, *L'enforcement*, 443 e *ivi* ulteriori riferimenti.

¹⁵⁷ Riferimenti in VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, 108 e STELLA, *L'enforcement*, 294 e 346.

¹⁵⁸ Così si esprime, con riguardo al danno da *insider trading*, MACCABRUNI, *Insider*, 620.

vere (se fosse stata effettuata correttamente la diffusione delle notizie privilegiate). Si tratta del caso di un investitore che risulti danneggiato dalla mancata pubblicazione della notizia *price sensitive* non perché avrebbe potuto ottenere (o trovare sul mercato) migliori condizioni, ma perché non avrebbe proprio concluso il contratto. Si può pensare, ad esempio, all'investitore che dimostri di avere impartito un ordine di vendita dei titoli a condizione che gli stessi non raggiungessero entro un dato termine quella quotazione che avrebbero potuto raggiungere se l'informazione privilegiata fosse stata resa pubblica¹⁵⁹ (cosa perfettamente possibile, considerato che il regolamento di Borsa Italiana s.p.a. consente – art. 4.1.4, comma 2 e art. 4.1.5 –, che le proposte di negoziazione siano immesse con limite di prezzo).

In questo caso il risarcimento del danno non può limitarsi alla differenza fra prezzo praticato e valore (“reale”) che il titolo avrebbe dovuto avere (se fosse stata effettuata la *disclosure*) opportunamente depurato, ma dovrà anche tenere conto di tutte quelle successive variazioni (su cui hanno influito fattori ulteriori rispetto all'informazione privilegiata taciuta) di cui il risparmiatore avrebbe potuto godere o che avrebbe potuto subire se non avesse effettuato l'acquisto o la vendita.

Nell'ultima ipotesi il danno da risarcire dovrà, pertanto, tenere conto di tutti gli elementi idonei a determinare le variazioni di prezzo e non risulterà semplicemente equivalente alla differenza tra il prezzo praticato e quello raggiunto dal titolo dopo la diffusione dell'informazione¹⁶⁰. Da tale calcolo andrebbero, infatti, detratti, nell'ipotesi in cui l'investitore non avrebbe concluso il contratto di acquisto¹⁶¹, gli eventuali utili conseguiti per effetto della titolarità *medio tempore* degli strumenti finanziari e il valore ottenuto dalla rivendita degli stessi¹⁶². Nel caso in cui, invece, l'investitore non avrebbe concluso il contratto di disinvestimento¹⁶³, andrebbero detratte dalla cifra spettante al risparmiatore le perdi-

¹⁵⁹ Per tale esempio v. ABBADESSA, *L'insider trading*, 763. Anche l'investitore potenziale acquirente potrebbe essere danneggiato e potrebbe forse avere diritto al risarcimento del danno, qualora riesca a dimostrare di avere impartito un ordine di acquisto a condizione che il prezzo del titolo raggiungesse quella determinata soglia (o si muovesse all'interno di un determinato *range*) che avrebbe potuto raggiungere se l'informazione fosse stata resa pubblica, sempre che riesca a provare il danno derivante dalla mancata operazione di acquisto (consistente nell'impiego della somma in un differente e meno remunerativo tipo di investimento).

¹⁶⁰ Per ABBADESSA, *L'insider trading*, 763 s. si dovrebbe tenere conto «del tempo necessario ad un investitore diligente per “coprirsi” con un'operazione di segno inverso [...]. Se il soggetto leso non provvede tempestivamente a “coprirsi”, le ulteriori perdite resteranno in linea di massima a suo carico (art. 1227, comma 2°, c.c.) [...]».

¹⁶¹ Riuscendosi ad individuare il livello di probabilità secondo cui gli investitori, se resi adeguatamente edotti delle informazioni privilegiate, non avrebbero proceduto all'investimento (BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 221).

¹⁶² ID., *L'azione di risarcimento*, 215 s. e 218.

¹⁶³ E si riuscisse a calcolare, in questo secondo caso, con quale grado di probabilità gli investitori, in caso di adeguata *disclosure* delle informazioni privilegiate, non avrebbero proceduto al disinvestimento (ID., *L'azione di risarcimento*, 221).

te (che *medio tempore* egli avrebbe subito se avesse mantenuto il titolo nel suo portafoglio) e andrebbero conteggiate in positivo le utilità che avrebbe conseguito se fosse rimasto titolare degli strumenti finanziari in questione.

A ciò si deve aggiungere che – nelle ipotesi appena esaminate – il danno prodotto dalla mancata *disclosure* delle informazioni privilegiate può non essere costituito dalla semplice differenza di prezzo fra quanto speso, ad esempio, per l'acquisto di un determinato pacchetto azionario e il suo reale (*rectius*, più basso) valore. Allorché l'investitore riesca a dimostrare che non avrebbe concluso l'acquisto di quel determinato pacchetto azionario (magari di controllo o comunque “rilevante”) se avesse conosciuto le informazioni privilegiate, il danno risarcibile potrà consistere non semplicemente nella differenza di prezzo (sia pure depurata o integrata come visto sopra), ma nel valore dell'intera operazione. Nel momento in cui l'investitore ignaro danneggiato riesca a dimostrare che egli – se debitamente informato delle notizie non rese pubbliche dall'emittente – non avrebbe effettuato l'acquisizione di quella partecipazione (sulla base di un nesso di causalità inteso in termini di relazione probabilistica¹⁶⁴), il valore del danno può sensibilmente crescere, fino a comprendere non la sola differenza fra il prezzo di acquisto e quello di rivendita, ma giungendo fino ad includere il lucro cessante (*ex* combinato disposto degli artt. 2043, 2056 e 1223 c.c.). Qualora, infatti, l'investitore riesca a dare prova del fatto che, se a conoscenza delle informazioni ingiustamente non divulgate dall'emittente, non avrebbe semplicemente investito in quella società, ma che avrebbe effettuato altro tipo di investimento (strategicamente più utile e proficuo) il danno dovrà comprendere non solo (*rectius*, non tanto) la differenza di prezzo fra quanto pagato e il valore reale dei titoli acquistati, ma dovrà includere anche il danno che sorge dal fatto che la mancata *disclosure* delle informazioni ha determinato scelte di investimento altrimenti differenti¹⁶⁵. Ragionamento assolutamente simile è possibile condurre nel caso in cui l'investitore ignaro che non ha dismesso un investimento riesca a dimostrare che avrebbe, invece, disinvestito (se fosse stato a conoscenza delle informazioni privilegiate non diffuse dall'emittente) e, soprattutto, che avrebbe realizzato altre e più remunerative scelte di investimento¹⁶⁶.

¹⁶⁴ «Secondo il criterio (ispirato alla regola della normalità causale) del “più probabile che non”»: Cass., 16 gennaio 2009, n. 975, secondo la quale la valutazione del nesso di causalità «in sede civile è diversa da quella penale (ove vale il criterio dell'elevato grado di credibilità razionale che è prossimo alla “certezza”») e può consistere anche nella relazione probabilistica concreta tra comportamento ed evento dannoso.

¹⁶⁵ Ovviamente si tratterebbe nella maggior parte dei casi di una *probatio diabolica*.

¹⁶⁶ Per ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 40, considerata la *ratio* della disciplina in termini di tutela diretta del mercato e mediata degli investitori che vi operano, hanno diritto al risarcimento del danno esclusivamente i soggetti che hanno operato sul mercato durante il periodo in cui è avvenuto il fenomeno di disinformazione, mentre non hanno diritto al ristoro coloro che, non avendo partecipato al mercato (e quindi non facendo parte di quel “pubblico”), hanno semplicemente perso *chance* di guadagno.

Accogliere tale impostazione può avere un rilievo notevole nelle ipotesi di trasferimento di pacchetti azionari consistenti e può ampliare non solo l'ammontare del danno risarcibile, ma la stessa platea dei soggetti interessati ad agire. Infatti, allorché la differenza fra il prezzo *ufficiale* e quello *reale* (che si sarebbe avuto in presenza di una adeguata divulgazione di informazioni privilegiate) sia di proporzioni modeste, consentire al soggetto danneggiato di far valere anche il lucro cessante significa far aumentare anche il novero dei soggetti *concretamente* – e non solo teoricamente – interessati ad agire contro l'emittente inadempiente al dovere di *disclosure*.

6. *Danni da mancata diffusione delle informazioni privilegiate e class action*. – In effetti, un sistema come il nostro che voglia fare affidamento su meccanismi di *enforcement* privato – oltre che pubblico – della disciplina concernente le informazioni privilegiate deve affrontare un profilo problematico: la prolungata carenza di un adeguato sistema di *class action*, di un sistema di “taglie” a favore di chi agisca a tutela di un interesse diffuso (tanto che negli Stati Uniti si parla di *lawyer-driver litigation*¹⁶⁷, di un *de facto bounty system* quale quello presente negli Stati Uniti che «have the advantage of decentralize the problem of enforcement, reducing problems of capture»¹⁶⁸. In proposito si afferma che le azioni risarcitorie collettive costituiscono negli U.S.A. valido strumento di integrazione del sistema pubblicistico di vigilanza sui controlli sull'informazione societaria¹⁶⁹, anche se negli Stati Uniti il costo dell'azione è così elevato che solo in presenza di danni di rilevanti proporzioni si può pensare all'azione privata come mezzo idoneo oltre che di *enforcement* del sistema normativo, anche di risarcimento del danno (nella misura in cui la somma ottenuta giudizialmente non venga erosa dai compensi spettanti ai legali)¹⁷⁰.

Sul punto si afferma che paesi come l'Italia che non hanno (*rectius*, non avevano)¹⁷¹ *contingency fees for lawyers*, dovrebbero munirsi di sistemi alternati-

¹⁶⁷ GIUDICI, *Il private enforcement*, 295. Sull'utilizzo della *class action* con riferimento alla *rule 10b-5* v. AMATUCCI, *L'azione*, 1346 s. AVGOULEAS, *The mechanics*, 474 s. ha evidenziato i rischi di un utilizzo ricattatorio e distorto del *private litigation system* al fine di consentire agli investitori di conseguire una sorta di “rimedio assicurativo” avverso le perdite da *trading*.

¹⁶⁸ ZINGALES, *The costs*, 23 s.

¹⁶⁹ Tanto che negli Stati Uniti si attribuisce al privato investitore che agisce quasi il ruolo di *private attorney general*: LENER, *L'introduzione*, 269; COFFEE, *Understanding*, 669. Sul ruolo del *private attorney general*, inteso come soggetto che esercita, nel proprio interesse, un'azione di diritto privato che, però, al contempo determina un effetto di deterrenza (producendo così risultati positivi “pubblici”) si veda GIUDICI, *La responsabilità civile*, 109.

¹⁷⁰ L'osservazione, di cui sono unico responsabile, è tratta da un colloquio avuto con il prof. John C. Coffee presso la Columbia Law School.

¹⁷¹ Si vedano i testi dell'art. 2233 c.c. (come modificato dal d.l. 223/2006, convertito con legge n. 248/2006) e dell'art. 45 del Codice deontologico forense che hanno consentito il c.d. patto di quota lite.

vi. Da questo punto di vista si tratta allora di comprendere se la recente introduzione della *class action* nel nostro ordinamento e la sua pratica applicazione sarà o no idonea a risolvere il problema¹⁷².

Alcune riflessioni – a prescindere da considerazioni negative circa la bontà complessiva della disposizione¹⁷³ – sembrerebbero a prima vista rendere non del tutto agevole l'impiego della disciplina della azione collettiva alle fattispecie inerenti la mancata diffusione di informazioni privilegiate. Infatti, *ex art. 140-bis* del codice del consumo, l'azione collettiva risarcitoria è esperibile da consumatori e utenti (anche mediante apposite associazioni)¹⁷⁴. Ai sensi dell'art. 3 del codice del consumo, consumatore o utente è la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta. In generale gli investitori non possono essere considerati utenti. Ciò non significa, però, che non possano reputarsi – leggermente forzando la lettera della norma e seguendo un orientamento ormai univoco in dottrina¹⁷⁵ – “consumatori” nei rapporti con l'emittente (nella veste specifica dei risparmiatori-investitori)¹⁷⁶.

Nella nostra fattispecie la relazione che si instaura tra l'investitore che comprando i titoli della società e l'impresa emittente non attiene ad un rapporto derivante dalla fruizione di un bene o di un servizio fornito da un “professioni-

¹⁷² In tema si sottolinea da parte di AMATUCCI, *L'azione*, 1351 s. che l'introduzione della *class action* (secondo i canoni statunitensi) sarebbe di grande giovamento anche per l'applicazione dell'art. 2395 c.c. Ovviamente, la bontà dell'strumento costituito dalla *securities class action* dipende dalla valutazione che si dà al c.d. *circularity argument*, secondo cui allorché si assiste ad una *class action* vittoriosa, coloro che – in termini finali – subiscono il costo di tale risarcimento sono gli azionisti (non appartenenti alla classe vittoriosa) dell'emittente condannato, considerato che (come si è sopra sostenuto) «the securities fraud was perpetrated by managers and/or directors, but because of enterprise liability rules, the corporation will also be liable». Si fa, però, presente che il problema della *circularity* è comune a tutti i settori dove una *class action* può operare e che finisce per provare troppo. Ad esempio, se una casa automobilistica dovesse pagare ingenti risarcimenti per i danni causati da un difetto di produzione di una autovettura, probabilmente sarebbe costretta a licenziare dipendenti per far fronte a questi esborsi e per il conseguente calo della domanda di suoi veicoli. In questo caso sarebbero i dipendenti della società automobilistica a subire il peso della *class action*. Ciò non toglie, però, che la *class action* possa avere un'importante efficacia deterrente (DE WULF, *Some brief remarks*, 8 s.).

¹⁷³ Efficacemente sul punto SPOLIDORO, *L'enforcement*, 157 e 178, antecedente alla riforma apportata dalla legge 99/2009.

¹⁷⁴ Nella versione precedente della disposizione si prevedeva che l'azione fosse esperibile esclusivamente da parte delle associazioni di consumatori o utenti, adottandosi un modello non vicino a quello nordamericano della *class action*: GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere*, 106; VIGORITI, *Class action*, 748.

¹⁷⁵ ALPA, *L'art. 140-bis*.

¹⁷⁶ Sull'interpretazione in questione non incide in senso positivo il disposto dell'art. 32-bis t.u.f. (inserito dal d.lgs. n. 164/2007), che, abilitando ad agire per la tutela di interessi collettivi degli investitori le associazioni dei consumatori debitamente iscritte nell'elenco di cui all'art. 137 d.lgs. n. 206/2005, riconosce lo *status* di consumatore agli investitori, poiché l'art. 32-bis t.u.f. si riferisce al rapporto tra l'investitore e il soggetto che presta servizi di investimento e non prende in esame il rapporto che intercorre tra l'investitore e l'ente emittente.

sta” (non concernendo i beni o servizi prodotti dalla società quotata). Pertanto, l’unico modo per permettere l’utilizzo dell’azione collettiva da parte degli investitori danneggiati da mancata diffusione di informazioni *price sensitive* sarebbe quello di considerare di tipo consumeristico il rapporto “di investimento” che si instaura fra la società emittente e gli investitori che compravendono i suoi titoli; con un ragionamento, però, che presenta sicuri profili critici. Si deve, infatti, considerare che l’investimento del risparmio in titoli da cui ci si aspetta un rendimento finanziario è cosa diversa dalle operazioni di mero consumo¹⁷⁷ (pur se è agevole obiettare che anche i rapporti fra intermediari finanziari e risparmiatori – che investono – sono considerati rapporti *lato sensu* consumeristici¹⁷⁸). Inoltre, non è sempre facile rinvenire, nella fattispecie che ci occupa, la serialità del danno che dovrebbe dare luogo alla omogeneità delle posizioni danneggiate (esistendo diverse tipologie di investitori e di investimenti)¹⁷⁹. È ugualmente vero, tuttavia, che ai fini dell’applicazione dell’art. 140-*bis* del codice del consumo non è necessaria l’identità del danno subito, in quanto ciò che ha rilievo è l’identità della condotta illecita dell’impresa¹⁸⁰, considerato che il comma 12 di questo articolo fa riferimento alla liquidazione da parte del tribunale (in caso di accoglimento della domanda) di *somme*, lasciando intendere che la differenza di entità dei danni subiti non esclude la presenza di una omogeneità di interessi¹⁸¹.

Non si deve, inoltre, disconoscere l’esistenza, nel rapporto fra società emittente e investitore (anche a non considerarlo consumatore), di una asimmetria (o di una “debolezza” di una parte rispetto all’altra, come si sarebbe detto un tempo¹⁸²) tale da giustificare in via sostanziale l’applicazione della disciplina in questione¹⁸³.

¹⁷⁷ GUIZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario*, 802 ss. (sulla base del testo dell’art. 140-*bis* del codice del consumo antecedente alla riforma intervenuta con la legge 99/2009) ritiene applicabile la disciplina in questione a favore dei risparmiatori che abbiano subito un danno a seguito della negoziazione su mercati finanziari sulla base delle seguenti osservazioni: il consumatore cui guarda l’art. 140-*bis* del codice del consumo è un soggetto diverso da un’impresa; il rimedio collettivo predisposto da tale articolo deve intendersi come “strumento di mercato”. L’Autore manifesta (822 ss.), tuttavia, perplessità in relazione alla possibilità di attribuire legittimazione attiva all’azione risarcitoria alla «struttura associativa che si viene a creare per effetto della partecipazione ad una determinata operazione collettiva di finanziamento» nelle ipotesi di danno da «lesione del diritto ad investire in maniera informata». In materia di equiparazione dell’investitore non professionale al consumatore (sia pure di servizi finanziari) v. ALPA, *L’azione collettiva*, 550.

¹⁷⁸ CAMILLETI, *Il nuovo art. 140-bis*, 1180, nota 2.

¹⁷⁹ È bene tener presente, però, che gli investitori italiani hanno la possibilità di fruire del sistema delle *securities class actions* nei casi in cui investano in titoli (italiani o stranieri) quotati in un mercato finanziario provvisto di tale disciplina, come – ad esempio – quello americano (STELLA, *L’enforcement*, 444 ss., spec. 448).

¹⁸⁰ MASNADA, *La nuova azione*, 14.

¹⁸¹ ALPA, *L’art. 140-bis*.

¹⁸² ROPPO, *Il contratto del duemila*, 53 s. Il problema è stato affrontato nel volume curato da GITTIVILLA, *Il terzo contratto*. In particolare è possibile fare riferimento a AMADIO, *Il terzo contratto*, 14 ss.

¹⁸³ Come ritiene FAUCEGLIA, *La class action*, 266.

Altra difficoltà è rappresentata dalla individuazione della categoria, fra quelle predisposte dall'art. 140-*bis*, comma 2, codice del consumo, entro cui far rientrare il pregiudizio subito dagli investitori. Si potrebbe (tentando di sfruttare al massimo l'elasticità del testo normativo, pensato molto probabilmente più per i casi di prodotto difettoso¹⁸⁴) considerare l'investitore come un *consumatore finale di un determinato prodotto* predisposto dalla società emittente e applicare il disposto dell'art. 140-*bis*, comma 2, lett. b), codice del consumo.

Infine, si deve segnalare che l'azione collettiva *ex art. 140-bis* del codice del consumo può essere esperita – in base al disposto del comma 2, lett. b) dell'articolo in questione¹⁸⁵ «anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale». Quest'ultimo inciso lascia intendere la possibilità di impiegare l'azione di classe come strumento processuale generale, utilizzabile anche nei casi di responsabilità di tipo extracontrattuale¹⁸⁶ (quale sembra essere quello in esame).

In questo contesto, si deve rilevare che il Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori – creato sulla base dell'art. 8 d.lgs. n. 179/2007 – non può svolgere un ruolo integrativo rispetto ad un sistema di *class action*. Il Fondo in questione, infatti, è destinato all'indennizzo, nei limiti delle disponibilità del Fondo medesimo, dei danni patrimoniali causati dalla violazione, accertata con sentenza passata in giudicato, o con lodo arbitrale non più impugnabile, delle norme che disciplinano le attività di cui alla parte II del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (ossia della parte del t.u.f. dedicata agli intermediari) e non delle norme che regolano l'attività degli emittenti (parte IV del t.u.f.).

7. *Danni agli investitori da abuso delle informazioni privilegiate ed efficacia della sanzione.* – Decisamente più contrastanti sono i riferimenti in tema di responsabilità da abuso di informazioni privilegiate nei confronti degli investitori rispetto all'ipotesi di responsabilità da mancata *disclosure*. Da lungo tempo la dottrina si è affannata sulla questione della sufficienza (se non della necessità) di sanzioni penali per reprimere l'abuso di informazioni privilegiate¹⁸⁷ o della esigenza di integrare tale sistema sanzionatorio con meccanismi risarcitori¹⁸⁸.

¹⁸⁴ CHERTI, *Brevi note*, 143.

¹⁸⁵ Oltre che nei casi di danni subiti in relazione a contratti stipulati sulla base di moduli o formulari (art. 1342 c.c.), o nei casi di pratiche commerciali scorrette o di comportamenti anticoncorrenziali (*ex pluribus* ALPA, *L'azione collettiva*, 549; CARPI, *Servizi finanziari*, 1063).

¹⁸⁶ ALPA, *L'art. 140-bis*.

¹⁸⁷ Sulla necessità di avere una sanzione penale per l'abuso di informazioni privilegiate v. GAMBINO, *La valutazione*, 381, secondo il quale l'elevato numero delle contrattazioni che caratterizzano i mercati regolamentati non renderebbe possibile l'individuazione di interessi e diritti patrimoniali privati lesi dal comportamento dell'*insider*. In tal senso v. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 292, per il quale la sanzione penale è l'unica prospettabile per reprimere i fenomeni di *insider trading*. Anche presso la dottrina americana si è espressa in proposito un'opinione analoga (B. BLACK, *The legal*, 797).

¹⁸⁸ GALLI, *Insider trading: un primo*, 973 s. rileva l'importanza della responsabilità civile come strumento di reazione nei confronti dell'abuso di informazioni privilegiate.

È bene tenere presente che l'*insider trading* è un reato di carattere economico e che la motivazione che spinge ad abusare di informazioni privilegiate è la ricerca del profitto, cosicché eliminare il profitto ottenuto illegalmente potrebbe costituire un forte disincentivo a delinquere¹⁸⁹.

Se è vero che la sanzione costituita dal risarcimento del danno non è uno strumento che tende ad eliminare il profitto, in quanto il suo scopo è quello di ristorare per il pregiudizio subito, è anche vero che il riconoscimento di tale risarcimento inciderebbe sul profitto "netto" conseguito da parte di chi abusa di informazioni privilegiate, importando un – seppure indiretto – freno all'attività illecita.

Viene, inoltre, lamentata la inefficacia della sola sanzione penale¹⁹⁰. Ciò sarebbe evidenziato dall'esiguità del numero delle pronunce¹⁹¹ e dal fatto che la sanzione interviene a troppi anni di distanza dal fatto penalmente rilevante¹⁹².

¹⁸⁹ RIDER, *L'attività*, 56. Sul punto, però, BARTALENA, *Appropriazione*, 225, fa presente che l'apparato sanzionatorio dell'abuso di informazioni privilegiate non può esaurirsi nella privazione dei profitti conseguiti, perché altrimenti l'operazione speculativa sarebbe a rischio zero per l'*insider*, il quale, appunto, nella peggiore delle ipotesi rischierebbe di perdere soltanto il guadagno conseguito.

¹⁹⁰ RIDER, *Enforcement of finance services law*, 198; PERRONE, *Informazione*, 161 s.

¹⁹¹ Sul punto ENRIQUES, *Note inutili*, 95 ss., spec. 96 s. Per una recente pronuncia italiana si veda Cass. pen., 10 luglio 2006, n. 26943.

¹⁹² Ad esempio, negli U.S.A., fra il 1985 e il 1986 si sono contati ben 83.000 casi di *business events* in cui potevano rinvenirsi elementi di *insider trading*, ma solo in 203 fu iniziata una vera e propria attività di *investigation* (LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:13). In Giappone, paese con un alto tasso di *insider trading*, solo nel 1999 si è avuta la prima pronuncia della Suprema Corte: HAYASHI, *Japanese insider trading*, 158. In Francia, nel periodo compreso tra il 1970 e il 1989 vi sono state soltanto sedici cause per *insider trading*: SVETCHINE, *La repressione*, 87 s. In Spagna negli anni 2006/2007 ci sono stati solo 11 procedimenti per *insider dealing*. Il medesimo numero di procedimenti è stato avviato in Germania nel 2006. In Belgio, nel 2006, la CBFA ha irrogato appena due sanzioni per *insider trading*. Eguale numero di procedimenti ha avuto inizio nel 2006 in Italia – otto nel 2007 – (per tutti questi dati v. il sito *web* del CESR). E v. anche BHATTACHARYA-DAOUK, *The world price*, 104, in tema di *enforcement* della disciplina anti-*insider*, degli effetti positivi di tale *enforcement* sul costo del capitale e della scarsa influenza di una disciplina anti-*insider* (di cui sono dotati ormai 90 paesi su 103 con mercati regolamentati: LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 14:4), qualora non abbia avuto *enforcement*. Anche B. BLACK, *The legal*, 811 ritiene che «*The rules must be enforced, lest insiders learn that they can violate the rules with impunity*». COSTI, *Il mercato mobiliare*, 295 ha sottolineato che la disciplina in materia di repressione penale dell'abuso di informazioni privilegiate viene applicata raramente a causa delle difficoltà probatorie delle fattispecie di *insider trading*. In tema, MARCHETTI, *Profili*, 156 ritiene che la sanzione penale costituisca l'*extrema ratio* di una disciplina che è volta a tutelare la correttezza del mercato. CARRIERO, *Insider trading*, 264 ss., appare poco convinto dell'opportunità di una sanzione penale per reprimere l'*insider trading*, anche perché ritiene che il soggetto veramente danneggiato dall'*insider trading* sia la controparte del rapporto contrattuale e non il mercato. Per questa ragione l'Autore propende per la individuazione di rimedi di tipo civilistico. In argomento RUFFOLO, *Validità giuridica*, 345 ss. evidenzia i profili problematici che potrebbero scaturire dall'adozione di rimedi civilistici (quali quelli attinenti alla eventuale invalidità del negozio concluso dall'*insider*).

Inoltre, la difficoltà di acquisizione della prova tipica di un processo penale rende difficile l'applicazione di una siffatta sanzione¹⁹³, determinando un *enforcement* della disciplina anti-*insider trading* quasi simbolico¹⁹⁴. A tali osservazioni bisogna, infine, aggiungere che l'adozione di un sistema repressivo di tipo penale – come unico meccanismo per sanzionare le fattispecie rilevanti – presenta comunque dei costi che non possono essere sottovalutati¹⁹⁵.

Il problema della ammissibilità o meno di una sanzione civilistica per l'*insider trading* viene pertanto affrontato in termini di efficacia della disciplina e di realizzabilità del livello ottimale di *enforcement*¹⁹⁶. Addirittura non manca chi reputa dubbio l'impatto sul funzionamento dei mercati di borsa della proibizione normativa dell'*insider trading*, a causa della minima attività di *enforcement* di tale disciplina¹⁹⁷.

Circa la portata deterrente della sanzione civile e l'efficacia dell'*enforcement* scaturente dalla combinazione di azione privata e azione pubblica v. FERRARINI, *Informazione societaria*, 415 (che rinvia, per tutti, sul tema dei rapporti tra responsabilità civile e regolamentazione pubblica al fine di raggiungere il livello ottimale di deterrenza, a SHAVELL, *Fondamenti*, spec. 153 ss.). In merito alla responsabilità civile come strumento di deterrenza v. anche FERRARINI-GIUDICI, *I revisori*, 117 s., 124 s. e riferimenti bibliografici *ivi* indicati. Sulla funzione *preventiva* della responsabilità civile come volta a evitare quelle conseguenze che il soggetto gravato da responsabilità può prevenire si rinvia a MONATERI, *La responsabilità civile*, 186 (ed a GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere*, 80 sulla originaria e risalente funzione dissuasiva della responsabilità civile – l'Autore fa riferimento a Grozio). P. CARBONE, *Il ruolo della Consob*, 692, pur non trascurando i problemi che un sistema sanzionatorio civilistico potrebbe avere, ritiene che sarebbe stata opportuna l'introduzione legislativa di un ventaglio più ampio di soluzioni anche di tipo civilistico.

¹⁹³ TRIDIMAS, *Insider trading*, 933; CHEFFINS, *Does law matter*, 30; GOLDWASSER, *The enforcement dilemma*, 506.

¹⁹⁴ Il che spiega perché, ad esempio, negli Stati Uniti si tenda ad agire nei confronti di *insider* dotati di considerevole fama: LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:13.

¹⁹⁵ AVGOULEAS, *The mechanics*, 452 s.

¹⁹⁶ Per una statistica circa la presenza nel mondo di normative *anti-insider* e il livello del loro *enforcement* v. BHATTACHARYA-DAOUK, *The world price*, 77 s. I due Autori appena citati, mettono in luce che più importante dell'esistenza di una disciplina anti-*insider trading* è il livello di *enforcement* di tale disciplina (circa l'evoluzione dell'*enforcement* americano v. B. BLACK, *The legal*, 803). Si sottolinea, però, da parte di MILLER-LI-EDEN-HITT, *Insider trading*, 107 ss. e 113, che l'adozione di normative anti-*insider trading* nei mercati emergenti, a prescindere dal relativo *enforcement*, è comunque idonea a ridurre le pratiche abusive. Gli Autori appena citati prendono in considerazione il caso del mercato finanziario cinese, segnalando la drastica riduzione dei fenomeni di *insider trading* dopo l'introduzione della *Securities Law of the People's Republic of China* del 29 dicembre 1998 (adottata sotto la guida degli U.S.A. – QU, *An outsider's view on China's*, 327 – ed entrata in vigore il 1 luglio 1999), il cui art. 5 vieta l'*insider trading* (il testo del complesso normativo in questione è rinvenibile sul sito <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4001948/n4002075/n4002315/4059170.html>). È anche vero, però, che l'interpretazione della legge del 1998 fornita dalla Corte Suprema del Popolo Cinese non consentiva agli investitori di intentare causa. La situazione è cambiata dopo che la Corte Suprema del Popolo Cinese ha modificato il proprio avviso nel 2002 e nel 2003, consentendo l'esercizio di azioni nei casi in cui la società sia stata sanzionata per aver diffuso informazioni false o ingannevoli (LIEBMAN-MILHAUPT, *Reputational sanctions*, 940 s.).

¹⁹⁷ CHEFFINS, *Does law matter*, 30.

La soluzione della questione dell'opportunità dell'impiego di rimedi civili per far fronte alle violazioni delle disposizioni dettate in materia di informazioni privilegiate necessita di una premessa. Si deve tenere in conto che molti dei problemi che affliggono il sistema penalistico di repressione sono comuni anche ad un sistema "sanzionatorio" civilistico. Pure le pronunce giudiziarie civili intervengono a molti anni di distanza dal fatto che ha determinato l'insorgere del danno (anzi, tale lasso temporale è spesso maggiore nell'ambito della giustizianza civile, rispetto a quella penale). La prova degli elementi costitutivi della responsabilità civile si presenta parimenti non del tutto semplice. Pur tuttavia il meccanismo probatorio sembra essere agevolato dalla proposta estensione del sistema di *inversione* dell'onere della prova predisposto dall'art. 94, comma 8, t.u.f.¹⁹⁸. Anche ciò contribuisce a far reputare che la sanzione civile possa essere considerata valido ausilio, in veste integrativa, della ineliminabile sanzione penale-amministrativa al fine di assicurare il livello più alto possibile di rispetto della disciplina.

In dottrina si è acutamente osservato che non è consigliabile applicare agli obblighi imposti dal legislatore in materia di informazioni privilegiate un sistema di *enforcement* esclusivamente pubblico. Innanzitutto perché i regolatori pubblici non riescono ad essere i migliori *enforcers* poiché non sempre hanno possibilità di accedere a tutte le informazioni diffuse che sono a disposizione dei privati. In secondo luogo le autorità pubbliche non hanno risorse sufficienti per potersi dedicare a tutte le indagini necessarie con il medesimo zelo¹⁹⁹. Da ultimo non può non notarsi che «anche i regolatori pubblici presentano costi di agenzia, nel senso che potrebbero perseguire benefici privati anziché i fini dell'agenzia di regolazione»²⁰⁰.

8. (Segue). *L'efficacia della sanzione civilistica e i danni al mercato (e alla società di gestione del mercato) da insider trading*. – Il profilo dei danni al mercato è stato affrontato specialmente con riguardo a quelli cagionati dall'attività di *insider trading*. Con riferimento a tale fattispecie si è tradizionalmente affermato che la via penale sia l'unica realmente praticabile, in quanto sarebbe so-

¹⁹⁸ V. *supra*, cap. III, § 4.

¹⁹⁹ In tal senso si pronuncia LANGEVOORT, *Capping*, 652: «*the conventional view that private litigation is a necessary supplement to SEC enforcement is well-grounded. In fact, [...] we could abolish the open market fraud remedy entirely in a world with an optimally staffed SEC. But we are far from that world*»; ID., *Insider trading: regulation*, § 8:1.

²⁰⁰ FERRARINI, *Informazione societaria*, 415 s. In tema cfr. anche DOUGHERTY, *A dissemblance*, 89. Sulla necessità di rimedi civilistici per assicurare adeguati livelli di *enforcement* della disciplina anti-*insider trading* v. anche P. CARBONE, *Nuovi illeciti*, 489. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, 212 ha messo in luce l'accostamento dei sistemi europei continentali al sistema di *enforcement* tipico della tradizione statunitense. Più in generale sull'utilizzo combinato di sistemi di *enforcement* pubblico e di *enforcement* privato nel sistema statunitense v. STELLA, *L'enforcement*, 86.

stanziamente impossibile realizzare una tutela civilistica per le controparti contrattuali degli *insiders*²⁰¹. La vera difficoltà risiederebbe nel fatto che le contrattazioni sui titoli oggetto di *insider trading* (o, si può aggiungere, di mancata *disclosure*) avvengono in borsa, mediante intermediari, cosicché sarebbe praticamente impossibile individuare preventivamente – nell’ambito di un sistema di contrattazione standardizzata e caratterizzata da un complesso di operazioni in senso lato anonime²⁰² – le controparti degli *insiders* (che costituirebbero, in questa ottica, le uniche danneggiate)²⁰³.

Oltre all’anonimato (*rectius*, all’impossibilità di identificare in maniera precisa le controparti degli *insiders* nel momento in cui questi contrattano, e quindi *ex ante*, ossia nel momento in cui si avanzano le proposte di negoziazione²⁰⁴) un ulteriore elemento ostacolerebbe la individuazione di una responsabilità di tipo contrattuale, ossia la carenza del dolo contrattuale, che normalmente sarebbe estraneo alla ipotesi di *trading* da parte dell’*insider*²⁰⁵. È anche vero, però, che si potrebbe individuare una fattispecie di dolo di tipo omissivo²⁰⁶. Ciò che

²⁰¹ MARCHETTI, *Profili*, 156 ss. espone la questione in termini fortemente critici verso l’impostazione che non riconosce spazio ai rimedi civilistici.

²⁰² Circa tale accezione di “anonimato”, come impossibilità di individuare, al momento stesso della effettuazione dell’operazione sul mercato, chi sia la controparte dell’*insider*, v. BARTALENA, *Insider Trading*, 331 nota 133, il quale critica CARRIERO, *Informazione, mercato*, 187 ss. proprio perché questi trascura che tale anonimato non impedisce comunque di individuare, successivamente alla realizzazione dell’operazione, coloro che hanno contrattato con l’*insider* (considerato che i contratti conclusi nel mercato vengono registrati in un archivio elettronico con indicazione del numero del contratto, dell’orario di inserimento delle proposte e dell’orario di esecuzione, del tipo di strumento finanziario negoziato, della sua quantità e del prezzo, del codice identificativo e della posizione contrattuale degli operatori: MAVIGLIA, *I contratti di borsa*, 239 s.; v. anche l’art. 2.3.4 del *Manuale del servizio di negoziazione dei mercati MTA e Expandi sulla piattaforma di negoziazione TradElect™*).

²⁰³ Per BARTALENA, *L’abuso*, 131 ss., spec. 138 ss., la spersonalizzazione dei soggetti operanti sul mercato rende difficilmente utilizzabile il rimedio civilistico di stampo risarcitorio. Negli U.S.A., con il caso *Goodwin v. Agassiz*, si è affermato che, avvenendo le compravendite sul mercato senza un contatto diretto tra i contraenti, «*it is no practicable for an officer or director to make a personal disclosure to the buyer or for the buyer to request such a disclosure*» (BAIRD-HENDERSON, *Other people’s money*, 1334; COX-HAZEN, *on Corporations*, 642, i quali, però, criticano tale pronuncia della *Supreme Judicial Court of Massachusetts* perché affetta da formalismo giuridico).

²⁰⁴ Sottolinea il peso negativo dell’anonimato sull’*enforcement* della disciplina anti-*insider dealing* anche MOLONEY, *EC Securities Regulation*, 769. In tema v. ANGELINI, *I mercati*, 43. Prendendo a spunto BUSNELLI, *Itinerari europei*, 574 si può affermare che la impossibilità di individuare *ex ante* una «struttura di un formale rapporto giuridico, di cui siano isolabili i singoli momenti della relativa dinamica e la cui inattuazione giustifichi l’applicazione della disciplina normativa della responsabilità da inadempimento», conduce a mettere in risalto il collegamento informale, ricostruibile *ex post* («quando un danno si sia verificato e si tratti di valutarne l’ingiustizia»).

²⁰⁵ V. MARCHETTI, *Profili*, 156.

²⁰⁶ Su cui cfr. Cass., 20 aprile 2006, n. 9253 e Cass., 15 marzo 2005, n. 5549. In tema di reti-

in effetti osta ad una ricostruzione in termini di dolo omissivo è la difficoltà di calare i meccanismi tipici delle sanzioni di matrice contrattuale nell'ambito del funzionamento di un mercato di borsa²⁰⁷.

Inoltre, secondo altra impostazione, sarebbe difficile individuare un danno per gli investitori che hanno negoziato con un *insider*, poiché l'attività dell'*insider* non avrebbe provocato alcun danno agli altri investitori, considerato che questi sono entrati di loro volontà sul mercato, non sollecitati né ingannati dal soggetto *insider*, per scelta autonoma che solo accidentalmente interviene nello stesso arco di tempo in cui ha operato sul mercato l'*insider*²⁰⁸.

Tali affermazioni tendenti a dimostrare la impossibilità di assicurare rimedi civilistici di stampo risarcitorio agli investitori che operano su un mercato contraddistinto dall'attività di *trading* di *insiders* devono, però, scontare una serie di critiche.

In primo luogo queste opinioni, per la maggior parte, concordano nel sostenere che il vero problema non è tanto l'esistenza del danno²⁰⁹, quanto la sua risarcibilità in relazione alla individuazione del danneggiato ed alla determinazione del danno risarcibile. Si è di fronte non ad una affermazione dell'inesistenza del danno, ma ad una rilevazione della pratica difficoltà di ristorarlo. Non v'è, cioè, un ostacolo giuridico, ma il riconoscimento di una difficoltà concreta (come, poi, in generale per tutti i casi ove i soggetti danneggiati sono potenzialmente molto numerosi o non agevolmente identificabili). Per tale ragione si può affermare che la diffusione del pregiudizio non costituisce un impedimento assoluto alle pretese di risarcimento avanzate da chi fa parte della collettività offesa²¹⁰. A ciò bisogna aggiungere che in molti casi i risparmiatori subiscono un danno di secondo livello, in quanto il pregiudizio in via diretta è subito dagli investitori istituzionali (ai quali i risparmiatori hanno affidato i loro risparmi). Pertanto, spesso ad agire saranno più gli investitori istituzionali – dotati di adeguate risorse per far valere giudizialmente le loro pretese – che i singoli risparmiatori²¹¹.

In secondo luogo è da rilevare che sembra sussistere un danno in capo agli investitori per il fatto di aver comprato o venduto titoli sulla base di una situazione di asimmetria informativa ingiustificata (a prescindere da obblighi di buona fede negli eventuali rapporti diretti – ove individuabili – tra investitore disin-

senza dolosa VISINTINI, *La reticenza*, 117 afferma che «il rimedio dell'annullamento nel caso del dolo appare finalizzato non tanto alla tutela della libera formazione del volere quanto alla riparazione della lesione dell'interesse del *deceptus*».

²⁰⁷ *Amplius ultra*, in particolare cap. III, § 11.

²⁰⁸ V., sempre con atteggiamento di dissenso verso l'impostazione appena descritta, MARCHETTI, *Profili*, 156 s.

²⁰⁹ Questa affermazione non vale solo per la tesi per la quale la volontarietà dell'ingresso dell'investitore disinformato sul mercato importerebbe la insussistenza di alcun danno.

²¹⁰ MARCHETTI, *Profili*, 157.

²¹¹ AVGOULEAS, *The mechanics*, 476.

formato e *insider*²¹²). Il comportamento dell'*insider* cagiona una ripartizione dei profitti e delle perdite non coerente con la situazione che dovrebbe aversi con la diffusione dell'informazione²¹³. Inoltre, la condotta fraudolenta dell'*insider* dà la possibilità ad altri soggetti di influire ulteriormente sul mercato, qualora riescano a decodificare le informazioni tenute nascoste e sfruttate dall'*insider* prima che il mercato ne abbia piena consapevolezza²¹⁴.

Sembra da rifiutare l'idea secondo la quale i danni che l'investitore subisce sarebbero evitabili attraverso una adeguata attività di diversificazione del *portfolio* (affidandosi, eventualmente, ad un investitore istituzionale), talché non si giustificerebbe (dal punto di vista della razionalità economica) un diritto al risarcimento del danno. In effetti, la tesi della diversificazione degli investimenti si basa su un dato empirico e non teorico e, pertanto, può cadere allorché l'investitore abbia altre propensioni di investimento. Inoltre, la tesi della parcellizzazione degli impieghi non esclude la ipotizzabilità di un danno da *insider trading*²¹⁵ a carico dell'investitore istituzionale²¹⁶.

Non appare essere di ostacolo, infine, alla configurazione di una sanzione civilistica per l'attività di abuso delle informazioni privilegiate la circostanza che l'art. 187-*undecies*, comma 2, t.u.f. dispone che la Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati *all'integrità del mercato* dal reato di abuso di informazioni privilegiate²¹⁷, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa²¹⁸. Tale norma, invece, sembra confermare la ipotizzabilità di sanzioni civilistiche per il comportamento in questione²¹⁹ e non esclude affatto la possibilità per i singoli danneggiati di agire personalmente per ottenere il risarcimento del danno subito (tant'è che in giurisprudenza si è di recente affermato che la Consob non può far valere giudizialmente i danni eventualmente arrecati alla platea di investitori, intermediari ed operatori i cui diritti soggettivi sono *normalmente* lesi dagli abusi di mercato²²⁰). L'art.

²¹² *Amplius ultra*, cap. III, § 9.

²¹³ MARCHETTI, *Profili*, 157.

²¹⁴ Tali soggetti sono definiti in letteratura come *decoders* (MACCABRUNI, *Insider*, 619; MARTÍNEZ FLOREZ, *En torno a la responsabilidad*, 1000).

²¹⁵ Identico discorso vale per l'ipotesi di danni cagionati da mancata *disclosure*.

²¹⁶ Peraltro si fa presente, anche da parte di chi ritiene che la diversificazione costituisca elemento fondamentale di eliminazione dei rischi di danni sui mercati finanziari, che nei casi di *insider trading* «*Fraud with insider trading constitutes a net loss to investors in the aggregate. [... S]ecurities fraud with misappropriation is a negative-sum game*» (BOOTH, *The end of the securities fraud class action*, 14).

²¹⁷ Oltre che dal reato di manipolazione del mercato.

²¹⁸ Tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato (*amplius ultra*, cap. III, § 11).

²¹⁹ Così N. SALANITRO, *Società per azioni*, 291 (sulla base del vecchio testo dell'art. 187 t.u.f.).

²²⁰ Trib. Milano, 27 marzo 2006, 103.

187-*undecies* t.u.f.²²¹ (analogamente a quanto prevede in Francia per l'AMF l'art. L. 621-16-1 del *Code monétaire et financier*), infatti, ha lo scopo di consentire alla Consob di ottenere il risarcimento di un danno di tipo extracontrattuale (quello all'integrità del mercato per la lesione della sua immagine e della sua efficienza allocativa)²²². Inoltre, la norma pare essere funzionale a consentire alla Consob di raccogliere, per tale via, una provvista monetaria²²³, che potrebbe essere utilizzata (in prospettiva *de iure condendo*) per indennizzare delle perdite subite gli investitori danneggiati, similmente a quanto accade negli Stati Uniti con il *Fair Fund* – volto a compensare le vittime delle frodi – in cui vengono versate, in base alla *sect.* 308 del Sarbanes-Oxley Act, le somme derivanti dalle sanzioni pecuniarie, e analogamente a quanto avviene con il Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, finanziato con il versamento della metà degli importi delle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per la violazione delle norme che disciplinano le attività di cui alla parte II del t.u.f. 58/1998. Tale Fondo è destinato, nei limiti delle sue disponibilità, all'indennizzo dei danni patrimoniali causati dalla violazione delle norme appena menzionate (*ex* combinato disposto degli artt. 8, d.lgs. n. 179/2007 e 27, legge n. 262/2005²²⁴).

Ciò che appare anomalo è, invece, il fatto che la Consob, che *ex* artt. 114 e 115 t.u.f. ha poteri/doveri di vigilanza sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico²²⁵, possa essere il soggetto attivo di un'azione di risarcimento per danni da abuso di informazioni privilegiate. Si può, infatti, agevolmente obiettare che se la Consob avesse vigilato adeguatamente ed avesse imposto la diffu-

²²¹ Su tale disposizione v. RORDORF, *Ruolo*, 818 e BELLINI, *Risarcimento*, 794 ss., la quale pone il quesito relativo al motivo per il quale il fallimento della vigilanza, che si concreta nella commissione dei reati sanzionati dal t.u.f., dovrebbe dare luogo ad un diritto al risarcimento del danno in capo all'Autorità che ha il compito di assicurare l'integrità del mercato. TRIPODI, *Rapporti tra procedimenti*, 188 ritiene che quella in questione sia una responsabilità di carattere "sanzionatorio".

²²² V., però, Trib. Milano, 21 dicembre 2006, 791 ss., spec. 793, che individua un danno diretto alla Consob che discende dalla lesione dell'interesse all'integrità del mercato. In tal senso si esprime anche Trib. Milano, 27 marzo 2006, 103. Per la verità la norma non parla di danno subito dalla Consob (sotto il profilo dell'immagine e del prestigio di questa; v., invece, per una differente opinione, DI LAZZARO-SPEDICATI, *La repressione*, 111), ma di *danni cagionati dal reato all'integrità del mercato*, rispetto ai quali si autorizza la Consob ad avanzare richieste di riparazione (che sembrano avere portata deterrente). In generale, sulla risarcibilità a favore degli enti di un danno anche non patrimoniale è possibile rinviare a MAUCERI, *Danno non patrimoniale*, 9 ss.

²²³ Si riprende un'osservazione di VIGO, *Il danno*.

²²⁴ In materia CARIDI, *Articolo 27, commi 2 e 3*, 479 ss.

²²⁵ Sull'art. 115 t.u.f. v., *ex pluribus*, COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 218 s. In merito si deve ricordare che l'art. 187-*octies* t.u.f. impone alla Consob di vigilare sull'osservanza delle disposizioni dettate in tema di abuso di informazioni privilegiate. La disposizione attribuisce alla Consob (nei confronti di chiunque possa essere informato) appositi poteri di richiesta di notizie o documenti, di audizione, di ispezione, di perquisizione e di sequestro di beni (sul punto AMOROSINO, *Funzioni*, 143).

sione delle informazioni in questione il danno non si sarebbe verificato²²⁶. È anche vero, però, che non sempre la Consob può essere considerata responsabile: non si può richiedere alla Autorità di vigilanza un'attività che, per inevitabili limiti, risulti obiettivamente inesigibile²²⁷. Tuttavia, allorché il danno all'integrità del mercato si sia verificato anche a causa della negligenza della Consob, appare per certi versi paradossale riconoscere ad essa una posizione risarcitoria attiva²²⁸.

Al limite si può discutere se il disposto dell'art. 187-*undecies*, comma 2, t.u.f. sia idoneo ad escludere la possibilità per la società di gestione del mercato di richiedere il risarcimento del danno patito alla sua immagine e, quindi, alla sua capacità di attrarre emittenti e capitali a seguito della mancata diffusione di informazioni privilegiate e del suo abusivo utilizzo.

Si può ritenere che la previsione in questione non sia sufficiente per comprimere il diritto della società di gestione del mercato. Sicuramente la norma non incide sulla possibilità per la società di gestione del mercato di richiedere il risarcimento del danno alla sua immagine nel caso di mancata *disclosure* di informazioni privilegiate, considerato che la disposizione consente alla Consob di costituirsi parte civile nei procedimenti per i reati di *insider trading*. Ma anche nel caso di danno all'immagine della società di gestione del mercato (*rectius*, all'immagine del mercato da essa gestito) scaturente da abuso di informazioni privilegiate è possibile ipotizzare una responsabilità dell'*insider* nei confronti della società di gestione del mercato: una cosa è il danno all'integrità del mercato, altra cosa è invece il danno che patisce la società di gestione del mercato per effetto dell'attività del *trader* che abusa di informazioni privilegiate.

²²⁶ Sulla responsabilità della Consob per omessa vigilanza, sia pure con particolare attenzione al profilo dell'omesso controllo sui prospetti informativi si veda M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare*, 133 ss., il quale inquadra la fattispecie nell'ambito della responsabilità contrattuale individuando negli obblighi che gravano sulla Consob una sorta di "servizio" che la legge appresterebbe in favore dei consumatori. In senso contrario, però, è risultata fondamentale la pronuncia della Cassazione, 3 marzo, 2001, n. 3132 (con commento di PERRONE, *Falsità del prospetto*, 19 ss.), che ha affermato la responsabilità aquiliana della Consob in un caso di omessa vigilanza concernente un prospetto informativo contenente dati falsi.

²²⁷ Con l'ulteriore limite fissato dall'art. 24, comma 6-*bis*, legge n. 28 dicembre 2005, n. 262, secondo cui le Autorità di vigilanza di settore rispondono soltanto dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave (CREA, *Omesso esercizio di poteri di vigilanza*, 151 s.; TUCCI, *Vigilanza sugli intermediari*, 486 s., in cui anche ampi riferimenti comparatistici circa la tendenza internazionale a ridurre gli spazi per azioni di responsabilità avverso le autorità di vigilanza). La dottrina si era già sforzata di limitare la responsabilità della Consob alle ipotesi in cui il difettoso controllo di veridicità – da effettuarsi da parte dell'Autorità – concernesse informazioni palesemente inesatte (NAVARRETTA, *L'ingiustizia del danno*, 248).

²²⁸ Secondo GALLI, *La disciplina italiana*, 388 non sarebbe agevole ritenere che un ente preposto al controllo debba essere finanziato con criteri risarcitori. In effetti, però, un simile meccanismo potrebbe, entro certi limiti, essere di stimolo.

9. *Le negoziazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati e le soluzioni negoziali.* – Il tema delle conseguenze civilistiche da attività di *insider trading* richiede una trattazione separata a seconda che si tratti di negoziazioni effettuate all'interno o meno di un mercato regolamentato. Pur essendo simili le soluzioni finali, i problemi che si pongono nei due casi risultano essere differenti, così come risultano differenti i passaggi logico-giuridici necessari per giungere alla soluzione delle questioni.

Conviene, innanzitutto, prendere in esame le negoziazioni fuori borsa. In linea di massima è da escludersi la configurabilità di rimedi invalidatori e si deve verificare se sia possibile individuare una sanzione di tipo contrattuale.

Appare improbabile che si possa pervenire alla dichiarazione di nullità dei contratti stipulati con un *insider* che ha abusato di informazioni privilegiate²²⁹. Si dovrebbe ritenere, per giungere a tale risultato, che l'oggetto del contratto sia illecito perché in contrasto con norme che presiedono all'ordine pubblico economico.

La soluzione sembra in conflitto con quell'esigenza di stabilità delle negoziazioni che è fisiologicamente essenziale per il funzionamento di un mercato finanziario.

Si deve, inoltre, tenere in adeguata considerazione che l'interesse generale sottostante alla disciplina che vieta l'abuso di informazioni privilegiate è garantire la correttezza del mercato, onde consentire a tutti gli investitori di ritenere che non vi siano situazioni di "privilegio" dovute a sperequazioni informative e di avere (grazie alla combinata disciplina della diffusione delle informazioni privilegiate) una parità potenziale di accesso alle informazioni (presupposto essenziale al fine di garantire un adeguato afflusso di capitali – indispensabile per ottenere quella liquidità in mancanza della quale non può aversi un mercato efficiente²³⁰).

La dottrina sul rapporto tra illiceità penale e invalidità del contratto, per quanto variegata, concorda in ogni caso nel non ritenere nullo il negozio concluso dall'*insider*. A tale risultato perviene sia chi reputa non ravvisabile un interesse generale nella *ratio* della norma penale²³¹, sia chi sottolinea che la ri-

²²⁹ Pone la questione, in termini di quesito, GAMBINO, *La valutazione*, 387. CORAPI, *Inside information*, 702, esclude la ipotizzabilità di una nullità dei contratti stipulati dall'*insider*, poiché lo scopo di una normativa anti-*insider trading* dovrebbe essere quello di tutelare il mercato più che il singolo investitore. Sul punto esprime opinione negativa anche CARRIERO, *Informazione, mercato*, 215, il quale reputa giustamente che riconoscere spazio alla nullità significherebbe far ricadere sulla controparte dell'*insider* o su eventuali terzi subacquirenti le conseguenze dell'attività di *trading* del soggetto informato.

²³⁰ *Rectius*, che tende all'efficienza. Circa la pericolosità dell'*insider trading* per la liquidità del mercato v. SEMINARA, *Insider*, 89. Su posizione analoga anche BARTALENA, *Insider trading*, 233. *Amplius supra* cap. I, § 2.

²³¹ SANTORO, *Insider trading*, 669 s. esclude la ipotizzabilità della nullità del contratto per violazione della disciplina anti-*insider trading* poiché ritiene che le esigenze che sono alla base della disciplina in questione, pur essendo di carattere "pubblico", non rappresentino interessi di carattere generale tali da giustificare la nullità.

provazione penale concerne la condotta dell'*insider* e non il regolamento di interessi; non il contratto.

La prima opinione mette a nudo l'insufficienza del riferimento all'interesse pubblico quale criterio per far discendere dal reato la nullità del contratto; la seconda, che pare condivisibile, si concentra sulla *ratio* della previsione penale²³².

Se l'esigenza ultima della disciplina dell'*insider trading* è quella di tutelare il mercato ed il suo efficiente funzionamento, risulta difficile ammettere come rimedio civilistico una sanzione quale la nullità che avrebbe un effetto dirompente sul mercato medesimo²³³. Accettare la possibilità di pervenire alla dichiarazione di nullità potrebbe risultare altamente rischioso, poiché creerebbe una situazione di incertezza sugli esiti delle negoziazioni che inevitabilmente comporterebbe un deflusso di capitali dal mercato²³⁴.

Non si può escludere, poi, che anche la controparte – non *insider* – possa avere interesse alla conservazione della validità del negozio, qualora sia comunque idonea a produrre effetti per essa positivi anche dopo l'avvenuta pubblicazione dell'informazione privilegiata²³⁵. Non appare possibile ritenere in contrasto con la legge il contratto allorché la sanzione penale colpisce solo una delle parti del negozio (come nel caso dell'*insider trading*). Solo il comportamento della parte-*insider*, e non il negozio, violerà la legge²³⁶. La nullità assoluta potrebbe pertanto costituire una sanzione non in linea con gli interessi della parte tutelata²³⁷.

Si deve altresì considerare che la disciplina di repressione penale dell'*insider trading* è volta a colpire il comportamento riprovevole dell'*insider* per le sue ricadute di carattere generale e non l'operazione in sé. Anche per tale ragione sembra possibile ritenere che la sanzione della nullità sia inapplicabile ai negozi

²³² GRASSO, *Illiceità penale*, 40, spec. nota 76.

²³³ GUYON, *Droit des affaires*, 344 propone tale giustificazione (anche se con riguardo alla impossibilità di «*annuler une opération de Bourse*»).

²³⁴ Su posizione analoga: ALBANESE, *Violazione*, 158 s.; BARTALENA, *Insider Trading*, 334.

²³⁵ AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 136.

²³⁶ Così sostanzialmente si esprime anche ALBANESE, *Violazione*, 158. DE NOVA, *Il contratto*, 447 s. ritiene che perché si possa considerare nullo un contratto sia necessario che venga sanzionato penalmente il comportamento di entrambe le parti. In tal senso si pronuncia anche OPPO, *Formazione e nullità*, 178 (per una valutazione analoga v. ROLFI, *L'investitore*, 1648). Per DI MARZIO, *La nullità*, 269 s., però, la circostanza che la sanzione penale investa il comportamento di alcuno dei contraenti (e non di tutti), non assume rilievo nella soluzione della questione; la nullità discenderebbe dalla violazione, per il tramite del contratto, di una norma penale di ordine pubblico (per la critica all'impostazione che richiede, al fine di ipotizzare la nullità di un contratto, che la sanzione penale colpisca entrambe le parti negoziali si può rinviare a GRASSO, *Illiceità penale*, 21 ss.).

²³⁷ BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, 583 (ed. 1984); ID., *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, 618 s. (ed. 2000). ALBANESE, *Contratto*, 197, ritiene che, nel caso di violazione di obblighi informativi (art. 113 ss. t.u.f.), la nullità e la tutela restitutoria che ne consegue non costituiscono sempre una via concretamente praticabile. Su posizione analoga era già VILLA, *Contratto e violazione*, 165 s., con specifico riguardo all'*insider trading*.

conclusi dall'*insider* con abuso di informazioni *price sensitive*²³⁸. Peraltro si deve tener presente che, anche accogliendo una impostazione di stampo "contrattualista", nel caso in questione si sarebbe di fronte ad una violazione da parte dell'*insider* del dovere di correttezza e che di recente le Sezioni Unite della Cassazione, sebbene con riguardo ad altra fattispecie (attinente ai doveri di informazione e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico del soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario), hanno espressamente indicato che la violazione di doveri di informazione e, più in generale, del dovere di correttezza non costituisce mai causa di nullità del negozio²³⁹.

Accertata la impossibilità di individuare un'ipotesi di nullità del negozio stipulato da un *insider* al di fuori del mercato regolamentato, si deve esaminare la fattispecie nell'ottica della annullabilità.

È del tutto palese che il problema si pone in maniera differente a seconda che si tratti di contratti conclusi in o fuori borsa. In quest'ultimo caso non risulta agevole sostenere la annullabilità del contratto per vizio del consenso.

Non pare, *in primis*, potersi ravvisare l'ipotesi dell'errore essenziale (che cade su una qualità dell'oggetto che sia determinante del consenso) prevista dall'art. 1429, n. 2, c.c. È fortemente dubitabile che il prezzo o valore del bene (su cui avrebbe influito l'informazione conosciuta dall'*insider*) costituisca una "qualità"²⁴⁰, mentre è certo che il prezzo a cui il contraente "ignaro" ha contrattato era quello presente sul mercato, sicché non è configurabile l'errore essenziale.

Nel caso dei contratti conclusi fuori-borsa, prescindendo per il momento dal problema della identificazione delle parti del negozio (questione tipica dei contratti conclusi all'interno del mercato regolamentato), l'unica strada giuridicamente praticabile per pervenire alla annullabilità del contratto concluso dall'investitore ingiustamente disinformato sembra essere quella della individuazione di una ipotesi di dolo omissivo. In particolare, il principio di buona fede impone di comunicare alla controparte tutte le circostanze essenziali per la formazione del giudizio di convenienza, esistendo nel nostro ordinamento un obbligo generale di informazione nelle trattative desumibile dall'art. 1337 c.c.²⁴¹.

²³⁸ Si veda sul punto ABBADESSA, *L'insider trading*, 761.

²³⁹ Essa può essere, invece, fonte di responsabilità di tipo precontrattuale o contrattuale a seconda del momento in cui intervengono tali violazioni: Cass. Sez. Unite, 19 dicembre 2007, n. 26724, 449 ss., con commento di V. SCOGNAMIGLIO, 455 ss. Ricostruiscono, *ex pluribus*, le differenti posizioni che si sono progressivamente presentate all'attenzione della dottrina e della giurisprudenza: PASSAGNOLI, *Il contratto illecito*, 451 ss.; PERRONE, *Tra regole di comportamento*, 34 ss.; TUCCI, *La violazione*, 637 ss.; SPADARO, *Violazione*, 506 s.

²⁴⁰ Tradizionalmente l'errore sul valore del bene oggetto del negozio e quindi l'errore sulla convenienza dell'affare non costituisce causa di annullamento: v. BARTALENA, *Insider trading*, 227 e GAZZONI, *Manuale*, 965.

²⁴¹ SACCO, *Il contratto*, I, 562 s. e 567, evidenzia il rilievo dell'art. 1337 c.c. anche ai fini dell'individuazione di ipotesi di dolo omissivo. Sul punto: BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*,

In contrario è, però, agevole rilevare che il dovere di informazione della controparte cede di fronte ad uno specifico obbligo di legge di non informare. L'art. 184, comma 1, lett. b), t.u.f. impone all'*insider* di non comunicare l'informazione, di non diffonderla al fine di tutelare il mercato nel suo complesso. La *ratio* della norma risiede anche nella esigenza di evitare che alla diffusione dell'informazione privilegiata da parte dell'emittente si sostituisca quella (magari parziale e imprecisa) dell'*insider* con effetti distorsivi del mercato medesimo.

Ciò impedisce di dare rilievo al dolo anche *sub specie* di dolo incidente. Sussistendo esclusivamente un divieto di negoziare e non essendo ipotizzabile un dovere di informazione – anzi esistendo, ex art. 184, comma 1, lett. b), t.u.f., un dovere di non informare²⁴², che vale sia in caso di negoziazione esterna al mercato regolamentato, sia interna-, non è configurabile la fattispecie descritta dall'art. 1440 c.c. (che permette, pur con l'obbligo di risarcire il danno, di considerare valido il contratto concluso a seguito di raggiri che hanno portato alla conclusione di un negozio *a condizioni diverse* da quelle che si sarebbero potute avere in carenza dell'artificio doloso²⁴³). Al contempo, non essendo possibile individuare un dovere di informazione in capo al soggetto informato (ma, anzi, un dovere negativo di non informare e di non stipulare il contratto), non potrà neppure individuarsi uno *Schutzpflicht*²⁴⁴.

Si è, inoltre, affermato in dottrina che il problema della reticenza dolosa non sia essenziale nell'ambito della fattispecie negoziale posta in essere da un *insider*²⁴⁵. Nel caso dell'*insider trading*, infatti, il soggetto informato non dovrebbe proprio concludere il contratto (e non concluderlo *a condizioni diverse*²⁴⁶). Per-

(ed. 2000), 665; TARDIA, *Buona fede*, 773 con riferimento al legame fra art. 1440 c.c. e art. 1337 c.c. In giurisprudenza v. Cass., 11 ottobre 1994, n. 8295, secondo cui il dolo omissivo può concretizzarsi solo quando l'inerzia della parte si inserisca in un complesso comportamento, adeguatamente preordinato a realizzare l'inganno.

²⁴² Tranne che nelle ipotesi indicate dal legislatore.

²⁴³ Trattandosi di un'ipotesi in cui il dolo attiene ad una circostanza non essenziale: ROPPO, *Il contratto*, 821 s.; CAVALLO BORGIA, *Art. 1434-1440*, 487; GENTILI, *Le invalidità*, 1398. Con riferimento all'applicazione dell'art. 1440 c.c. ai mercati finanziari ed, in particolare, alla violazione degli obblighi di condotta degli intermediari v. ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta*, 67. Peraltro l'art. 1440 c.c. dà luogo, secondo una parte della dottrina, a responsabilità extracontrattuale (PROCCHI, *"Giustizia contrattuale"*, 383; in termini critici, invece, si esprime MANTOVANI, *«Vizi incompleti»*, 126 e 130 s. – sulla base dell'assunto che il mancato collegamento tra l'art. 1440 e l'art. 1337 c.c. ha condotto a configurare il raggio malizioso come causa di responsabilità aquiliana-, la quale convincentemente ritiene che l'art. 1440 c.c. non configuri una norma eccezionale là dove prevede il rimedio risarcitorio in presenza di un valido contratto; SCARPELLO, *Il dolo incidente*, 652 ss.; per un sunto delle differenti posizioni si può fare riferimento a CAIANIELLO-POLITO, *Art. 1440*, 2373). Per MIRABELLI, *Delle obbligazioni*, 563 il dolo incidente costituisce applicazione del principio di correttezza.

²⁴⁴ Sul punto v. *amplius ultra* cap. III, § 10.

²⁴⁵ SANTORO, *Insider trading*, 675 s.

²⁴⁶ Sul rilievo e le origini della formula utilizzata nell'art. 1440 c.c. («sarebbe stato concluso a condizioni diverse») si veda MANTOVANI, *«Vizi incompleti»*, 120 s.

tanto, il problema della violazione del dovere di informazione non sembra venire in gioco. Si è in presenza non della violazione di un dovere di dire, ma della violazione di un divieto di fare. Il contratto concluso dall'*insider* non è, perciò, annullabile per reticenza.

In questo contesto si deve prendere in considerazione se possa considerarsi esistente un obbligo informativo discendente dal dovere di buona fede nel caso in cui il contratto di compravendita di titoli sia concluso non da un *insider* primario, ma da un soggetto (*secondary insider*) che sia venuto casualmente a conoscenza dell'informazione privilegiata e decida di sfruttarla²⁴⁷. Anche in questo caso, però, sembra da escludersi la possibilità di fare ricorso a rimedi di stampo contrattuale. Infatti, sulla base del disposto dell'art. 187-*bis*, comma 4, t.u.f., è colpito con sanzione amministrativa pecuniaria²⁴⁸ chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse,²⁴⁹ provvede ad effettuare operazioni di compravendita dei titoli sfruttando le informazioni in questione o comunica le informazioni ad altri. La presenza di una sanzione amministrativa non consente di individuare un obbligo di informazione in capo al soggetto informato che utilizza abusivamente la notizia. Peraltro, è assolutamente da presumersi che il soggetto che ha comprato o venduto i titoli in questione lo abbia fatto proprio perché in possesso dell'informazione *price sensitive*²⁵⁰.

Ovviamente, dalla fattispecie presa in esame esula il caso in cui un soggetto svolga analisi ed indagini e, grazie alla profusione del proprio sforzo, decida di effettuare conseguenti scelte di investimento o disinvestimento. In questo secondo caso siamo in presenza di valutazioni di investimento che costituiscono la risultante incerta di ricerche e studi di dati e notizie disponibili alla generalità del pubblico (in una situazione di parità informativa potenziale)²⁵¹. Invece, nel caso dell'*insider* (primario o secondario che sia) siamo di fronte ad un'attività di investimento effettuata sulla base di un'informazione sostanzialmente certa acquisita o sulla base della posizione che si ricopre all'interno della società (o, nel caso del *tippee*, che gli viene "trasferita" da un *insider*), o sulla base di un caso

²⁴⁷ Si può fare l'esempio del tassista che ascolta una conversazione telefonica fra due amministratori di una società quotata avente ad oggetto informazioni privilegiate.

²⁴⁸ Da ventimila a tre milioni di euro.

²⁴⁹ Sul punto, con riferimento alla MAD si rinvia a KLÖHN, *The European insider trading regulation*, 17.

²⁵⁰ KLÖHN, *The European insider trading regulation*, 17.

²⁵¹ CARRIERO, *Informazione, mercato*, 203. Lo sforzo professionale dell'analista finanziario, di fondamentale importanza per il mercato, non può essere frustrato da un presunto obbligo di pubblicizzazione dei risultati ottenuti dalla ricerca (ABBADESSA, *L'insider trading*, 755; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 141). Ciò che è sanzionato dalla legge è lo sfruttamento di una ingiustificata posizione di vantaggio informativo. Per tale ragione si può condividere pienamente la posizione di BARTALENA, *Insider trading*, 221, secondo cui l'asimmetria informativa non è sanzionabile quando costituisce il risultato di un'attività personale di raccolta, di analisi e di elaborazione di dati.

puramente fortuito, e quindi si è in presenza di una situazione di disequaglianza informativa di partenza non giustificata da alcuno tipo di sforzo²⁵².

L'unica sanzione di diritto civile applicabile nel caso di negozi stipulati fuori borsa da un soggetto in possesso di informazioni privilegiate non divulgate risulta essere la responsabilità aquiliana. Le difficoltà nel delineare una fattispecie astratta di invalidità del negozio nelle ipotesi di *insider trading* intervenuto in occasione di una negoziazione fuori mercato – e ancor prima nei casi di violazione di obblighi di pubblicità imposti dall'art. 114 t.u.f. – sono probabilmente inevitabili. L'obbligo di informazione di cui all'art. 114 t.u.f., che si coniuga con il divieto di abusare delle informazioni privilegiate, è funzionale, come sopra indicato, alla tutela del mercato. Pertanto, tale dovere ed il divieto di cui all'art. 184 t.u.f., stante la loro *ratio* ed il loro legame, individuano obblighi *in incertam personam*. Ciò spiega perché sia difficile rintracciare conseguenze di stampo contrattuale nella violazione dei disposti degli artt. 114 e 184 t.u.f.²⁵³. A ciò si deve aggiungere che non sono configurabili neppure *Schutzpflichten*²⁵⁴ in capo all'*insider* che negozia, tenuto presente che, come sopra indicato, il legislatore non vuole affatto la stipulazione del contratto (risultando pertanto non accettabile che da un negozio la cui conclusione è vietata dalla legge possa scaturire un obbligo comportamentale di tipo negoziale e una responsabilità contrattuale). Per questo motivo, ad esempio, nel sistema britannico si afferma che nessun contratto potrà essere *void or unenforceable* per la sola ragione che concreta una violazione della disciplina sull'*insider dealing*²⁵⁵.

10. (Segue). *La responsabilità civile da insider trading per negoziazioni effettuate all'interno del mercato di borsa.* – Esclusa l'ipotizzabilità di rimedi negoziali nel caso di contratti conclusi fuori borsa da un soggetto sulla base di notizie privilegiate, si deve valutare se sia possibile accedere a rimedi di tipo contrattuale per le negoziazioni caratterizzate da *insider trading* che intervengono all'interno del mercato regolamentato.

²⁵² Anche Tribunale Brescia, 25 giugno 2002, 715 fa presente che la *ratio* della disciplina anti-*insider trading* è quella di evitare lo sfruttamento di situazioni di vantaggio informativo ottenuto senza sostenere alcun sacrificio, in virtù di una posizione di privilegio.

²⁵³ BRUNO, *L'azione per danni*, 1294 ss. evidenzia che la direzione *in incertam personam* degli obblighi informativi al mercato esclude l'ipotizzabilità di obblighi risarcitori contrattuali nei casi di omissione, potendosi solo individuare responsabilità di tipo aquiliano (sul punto si veda anche ID., *L'azione di risarcimento*, 107 ss. e 116 ss., per la ricostruzione storica della matrice extracontrattuale della responsabilità delle società per azioni per violazione di doveri informativi).

²⁵⁴ Ossia quegli obblighi di protezione che concretano il principio di buona fede e che costringono le parti del contratto ad impedire che nell'esecuzione del rapporto negoziale si producano danni alla controparte (MAZZAMUTO, *Una rilettura*, 647). Una parte consistente della dottrina si è pronunciata in senso favorevole alla categoria: oltre, ovviamente, a Mengoni e Castronovo (su cui v. *ultra*, cap. III, §§ 10 e 11) si veda, *ex pluribus*, BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, 68 s. e, di recente, CALVO, *Expertise*, 1 ss.

²⁵⁵ ASHE-RIDER-COUNSELL, *Civil liability for insider dealing*, 177.

Come in parte già segnalato, l'adozione di un rimedio civilistico in materia di abuso di informazioni privilegiate dà luogo ai problemi di identificazione sia dell'illecito sia del nesso di causalità. Tali questioni, insieme con le difficoltà relative all'individuazione dei soggetti danneggiati nel caso in cui le negoziazioni avvengono all'interno del mercato regolamentato e soprattutto con quelle concernenti la determinazione del danno e la quantificazione del risarcimento, hanno agevolato l'emersione delle tesi che riconoscono nella società il soggetto titolare dell'informazione, da considerare danneggiato dall'opera di *trading* degli *insiders*²⁵⁶.

È da escludersi, come nel caso delle negoziazioni effettuate fuori borsa, il ricorso a strumenti di tutela di tipo contrattuale. Anzi, nel caso delle operazioni concluse all'esterno del mercato le ragioni che ostano a tale ricostruzione sono più numerose e si aggiungono a quelle già prese in esame.

Il rimedio invalidatorio della nullità appare assolutamente improponibile con riferimento ai contratti stipulati all'interno del mercato regolamentato. Una soluzione di questo tipo, già sostanzialmente esclusa con riferimento ai contratti fuori borsa²⁵⁷, appare non adottabile con riguardo ai contratti conclusi a mezzo di intermediari sul mercato regolamentato. Ragioni di certezza giuridica dei rapporti negoziali militano in senso confermativo della soluzione sposata in relazione ai contratti stipulati al di fuori della borsa. In questo settore tanto maggiore è il livello di anonimato dei contraenti, tanto minore è il livello di applicabilità di rimedi contrattuali.

Esclusa l'applicabilità della nullità è opportuno affrontare il profilo problematico della riconducibilità alla categoria della annullabilità dei negozi stipulati sul mercato regolamentato da un *insider*.

Si è in dottrina evidenziato che il principio di buona fede impone al soggetto informato il dovere di comunicare alla controparte tutte le informazioni significative ai fini della conclusione del negozio e ad essa ignote²⁵⁸. Lo stesso Autore, peraltro, fa notare che le esigenze e la struttura dei mercati di borsa, se anche non esimono i contraenti dal rispetto dell'obbligo (di buona fede) di informare la controparte, collocano, «tuttavia, tale obbligo in uno scenario nel quale esso o riesce a rivestirsi di una protezione adeguata o deve accettare di subire un forte degrado del proprio livello di effettività»²⁵⁹.

Oltre alle ragioni già viste con riferimento ai negozi stipulati da un *insider* all'esterno del mercato di borsa (fondate sugli artt. 184, comma 1, lett. b e 187-

²⁵⁶ AFFERNI, *Insider trading*, 217 s. Si veda *supra* cap. I, § 2.

²⁵⁷ Peraltro ormai numerosi.

²⁵⁸ ABBADESSA, *Doveri di riservatezza*, 214 s.; ID., *L'insider trading*, 753 s., secondo il quale l'*insider* ha il dovere di comunicare alla controparte non tutte le informazioni significative, ma quelle che la controparte non conosce perché si trova in una situazione di obiettiva inferiorità informativa; il dovere di solidarietà esige, infatti, che il gioco della competizione si svolga fra soggetti che hanno potenzialmente le stesse possibilità di ottenere risultati positivi.

²⁵⁹ ID., *Doveri di riservatezza*, 214 s.

bis, comma 4, t.u.f.), altri motivi depongono in senso contrario alla praticabilità del rimedio dell'annullabilità per i contratti conclusi in borsa da un *insider* che abbia abusato di informazioni privilegiate²⁶⁰.

In tal caso risulta estremamente difficile individuare la esatta controparte dell'*insider* nel momento della negoziazione. L'anonimato che caratterizza le contrattazioni di borsa, attraverso l'incrocio automatico degli ordini di acquisto e di vendita per ciascuno strumento finanziario (in base ai criteri della *price priority* e della *time priority*, secondo cui a parità di prezzo prevale l'ordine prima immesso nel sistema²⁶¹), rende estremamente improbabile tale preventiva identificazione. Anche nel caso in cui in quel determinato arco temporale in cui il danneggiato ha dato l'ordine di acquistare o di vendere egli sia l'unico soggetto ad aver operato in direzione negoziale inversa rispetto a quella dell'*insider*, non si avrà la preventiva identificazione delle parti, ma sarà soltanto agevolato il loro riconoscimento successivo²⁶².

La impossibilità di individuare anticipatamente i contraenti rende, inoltre, inammissibile l'attribuzione di precisi obblighi informativi.

Tale ricostruzione, al contempo, impedisce di ricorrere alla figura degli obblighi di protezione (o, in base alla terminologia impiegata dall'art. 1175 c.c., obblighi «di correttezza»²⁶³), sempre che si acceda alla tesi per la quale gli obblighi di protezione si rivolgono verso un soggetto determinato e individuano ipotesi di responsabilità contrattuale²⁶⁴ (e non una sorta di *tertium genus*²⁶⁵ o di «cuscinetto» fra responsabilità aquiliana e contrattuale²⁶⁶).

²⁶⁰ Egualmente improponibile appare l'annullabilità dei negozi conclusi tra due *outsiders* in carenza delle informazioni che avrebbero dovuto essere obbligatoriamente diffuse a favore del mercato (*ex art. 114 t.u.f.*). Infatti, in questo caso non è imputabile a nessuno dei contraenti alcun inadempimento di obblighi informativi. Perciò non è ipotizzabile la annullabilità del negozio stipulato tra due *outsiders*.

²⁶¹ MAVIGLIA, *I contratti di borsa*, 237 s.; ANGELINI, *I mercati*, 44 e 48. L'art. 4.1.4, comma 5, del regolamento di Borsa Italiana s.p.a. prevede che le proposte sono automaticamente ordinate per tipologia di strumento finanziario in base al prezzo (decrescente se in acquisto e crescente se in vendita), nonché, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale determinata dall'orario di immissione. Sostanzialmente analoga è la previsione contenuta nell'art. 4.5 del regolamento del mercato gestito da TLX s.p.a.

²⁶² ALBANESE, *Violazione*, 160, ritiene che proprio per le modalità di incrocio degli ordini sul mercato non sia possibile ipotizzare la annullabilità del negozio per dolo. V. anche VILLA, *Contratto e violazione*, 164, per il quale la struttura del mercato borsistico impedisce di applicare le categorie civilistiche dell'invalidità (anche se sembra ammettere, a p. 168, uno spazio per l'annullabilità).

²⁶³ MENGONI, *Obbligazioni di «risultato»*, 368.

²⁶⁴ Così si esprime CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 443 ss.; ID., *Obblighi di protezione*, 123 ss., spec. 125 s. e 154 ss.

²⁶⁵ CANARIS, *Norme di protezione*, 821 e 828, secondo cui ai doveri di protezione si possono applicare le norme sulla responsabilità aquiliana se ciò appaia adeguato.

²⁶⁶ BUSNELLI, *Itinerari europei*, 565.

Molteplici possono essere gli interessi della vita di relazione messi a repentaglio nello svolgimento dei contatti sociali. A protezione di questi interessi «s'impongono agli operatori doveri di condotta che possono essere non generici – bensì calibrati sulle specificità degli interessi, delle attività, dei rischi in gioco, ma non per questo diventano obbligazioni»²⁶⁷. Non sembra cioè di versare in quella dimensione relazionale (*habitat* della responsabilità *ex contractu*²⁶⁸) che è stata a volte individuata in dottrina, ad esempio, con riferimento alle società di revisione e all'affidamento generato dalle informazioni che da esse promana-no²⁶⁹. Manca, inoltre, quella sostanziale reciprocità che, secondo la migliore dottrina, caratterizza gli obblighi di protezione e che è messa in luce dall'art. 1175 c.c. allorché fa carico ad entrambe le parti (creditore e debitore) di comportarsi secondo correttezza²⁷⁰.

Individuare nella fattispecie un obbligo di protezione significherebbe cancellare la linea di confine che separa il contratto dall'illecito aquiliano e innescare (nei limiti in cui non sia possibile svalutare la distinzione fra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale) una ipertrofia del meccanismo di tutela del soggetto danneggiato²⁷¹.

La rarefazione del contatto negoziale nel mercato di borsa – connessa all'utilizzo dello strumento telematico che agevola all'inverosimile l'incontro (*rectius*, l'incrocio) delle volontà negoziali presenti nel *book* di negoziazione mediante il loro abbinamento automatico²⁷² – impone una difficoltosa dilatazione della disciplina del contratto (pensata più per una contrattazione individuale e fra soggetti che entrano in diretto rapporto tra loro, che per una contrattazione come quella che si svolge sui mercati regolamentati). Conferma di tale ostacolo viene dal nostro stesso sistema, nel caso in cui esso individua una responsabilità dell'intermediario per le contrattazioni di borsa: anche ciò è emblematico della attenuazione del contatto negoziale cui si accennava.

²⁶⁷ «E la loro violazione genera responsabilità extracontrattuale»: ROPPO, *Il contratto*, 185.

²⁶⁸ In questo senso SALVI, *La responsabilità*, 14.

²⁶⁹ CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 514.

²⁷⁰ MENGONI, *Obbligazioni di «risultato»*, 368 e nota 13.

²⁷¹ Osservazione interessante in LAMBO, *Responsabilità civile*, 132.

²⁷² Che rende non predeterminabile il modo in cui il sistema telematico abbina le proposte, restando «del tutto impossibile per l'offerente [...] scegliere la propria controparte sul mercato» (PORTALE, *La mancata attuazione*, 609; ID., *Mancata attuazione*, 34). L'abbinamento delle offerte avviene sia nei casi di asta che nei casi di negoziazione continua (artt. 4.1.5, comma 6 e 4.1.6, comma 1 del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a.; si veda anche l'art. 2.3.4 del *Manuale del servizio di negoziazione dei mercati MTA e Espandi sulla piattaforma di negoziazione TradElect™*). Su questo aspetto v. RAZZANTE, *Contratti*, 447 e MAVIGLIA, *I contratti di borsa*, 236. Anche l'art. 4.5 del regolamento del mercato TLX prevede la formazione dei contratti tramite abbinamento automatico delle proposte di acquisto e di vendita presenti nel *book* di negoziazione relativo ad un determinato titolo.

Per questa ragione si è affermato che se una transazione effettuata da parte di un *insider* è stata eseguita in un mercato regolamentato «*by way of collective price fixing, where the insider was merely one among the many parties dealing, there is no direct contractual relationship between the insider and all other market participants*»²⁷³. Per chi compra o vende su un mercato regolamentato sostanzialmente *ex ante* anonimo non ha rilievo conoscere l'identità di chi funge da controparte.

L'unica strada per utilizzare rimedi di tipo contrattuale sarebbe quella di forzare il dovere di buona fede, imponendo all'*insider* di rendere la controparte edotta dell'informazione privilegiata in suo possesso (e sulla base della quale egli contratta)²⁷⁴.

Se si vuole che il dovere di buona fede sopravviva, anche quando si innesta su operazioni poste in essere in un mercato di borsa standardizzato e caratterizzato dall'incrocio anonimo degli ordini, è necessario modificarne la portata. Il dovere di informazione potrebbe essere realizzato esclusivamente mediante la anticipata pubblicazione della notizia, ossia mediante la diffusione della notizia *price sensitive* nei tempi occorrenti alla ricezione da parte del mercato²⁷⁵. Secondo questa impostazione la applicazione di rimedi di tipo contrattuale richiede la presenza di un rapporto contrattuale, ma non la precisa individuazione del creditore sin dal momento iniziale. È, infatti, sufficiente che la posizione obbligatoria risulti individuabile, seppure non ancora *individualizzata*²⁷⁶.

Il ragionamento si fonda sull'idea che il principio di buona fede sia operante non solo nelle negoziazioni dirette, ma anche in quelle che intervengono negli scambi organizzati, poiché anche questi esigono il rispetto dello *standard* di trasparenza²⁷⁷.

²⁷³ WYMEERSCH, *The insider trading prohibition*, 120. In termini analoghi si esprime anche AVGOULEAS, *The mechanics*, 413.

²⁷⁴ L'individuazione di un dovere di questo tipo è assolutamente e da lungo tempo esclusa in ordinamenti come quello inglese o quello americano: AVGOULEAS, *The mechanics*, 413.

²⁷⁵ ABBADESSA, *L'insider trading*, 757, nota 21. In senso contrario v., però, GIAVAZZI, *Insider trading*, 121 e, soprattutto, ULMER, *L'insider trading*, 1336, il quale correttamente giustifica il suo avviso adducendo che l'anonimato dei mercati di borsa renderebbe non individuabile un obbligo precontrattuale di comunicazione di informazioni.

²⁷⁶ ABBADESSA, *L'insider trading*, 757, nota 21. In tema di obbligazioni a soggetto determinabile v. BIANCA, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, 52 ss. Circa la configurabilità di responsabilità di tipo contrattuale nelle ipotesi di soggetto determinabile si veda anche SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina*, 958 s.

²⁷⁷ ABBADESSA, *L'insider trading*, 757. In tema: ID., *Diffusione dell'informazione*, 457 s.; PORTALE, *Informazione societaria*, 1187 s., il quale rileva che il dovere di buona fede *ex art.* 1337 c.c. non riguarda solo le future parti del contratto, ma può avere una portata generale di tutela del mercato (su tale ultimo aspetto v. CASTRONOVO, *Le frontiere nobili*, 588 e FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, 53 s.). È anche vero, però, che la configurazione in capo all'*insider* di un obbligo di informazione assolutamente generalizzato e da assolvere nei riguardi di un numero potenzialmente indeterminato di soggetti sembra assomigliare più al dovere generale di *neminem laedere* che ad un vincolo avente natura contrattuale (v. ROLFI, *L'investitore*, 1649 s.; considera-

L'orientamento secondo cui il dovere di buona fede contrattuale che incombe su ogni consociato nel momento in cui negozia e che si traduce nel caso dell'*insider* in un dovere di divulgazione al pubblico dell'informazione privilegiata prima di negoziare (una sorta di novella *disclose or abstain rule*) importa una dilatazione, a parere di chi scrive, quasi *esasperata* del concetto di buona fede. Inoltre, questa impostazione si colloca in contrasto – come già visto – con la lettera del Testo unico dei mercati finanziari, il cui art. 184, comma 1, lett. b) impone all'*insider* di non comunicare l'informazione privilegiata *ad altri*. Anzi, la norma – letta in positivo – dispone espressamente che l'*insider* possa divulgare l'informazione privilegiata solo se ciò avvenga nell'ambito «del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio». Ciò sembra costituire serio ostacolo giuridico alla individuazione di un potere di *disclosure* in capo all'*insider* che voglia compravendere i titoli in merito ai quali possiede informazioni privilegiate.

Oltre a queste osservazioni si deve tenere in conto un ulteriore elemento logico-giuridico²⁷⁸ che si oppone alla delinearazione di un potere di diffusione delle informazioni privilegiate in capo all'*insider*: si creerebbe una possibile sovrapposizione dell'obbligo di *disclosure* di matrice negoziale incombente sull'*insider* con quello che grava sull'emittente e su chi lo controlla *ex art.* 114 t.u.f. Si potrebbe, cioè, dare il caso che una medesima informazione venga ad essere oggetto di *disclosure* prima da parte dell'*insider* che intende negoziare il titolo in questione, e poi da parte della società. Ne conseguirebbe l'ulteriore profilo problematico della eventuale sovrapposizione delle due pubblicità e della esigenza del loro coordinamento²⁷⁹. In particolare, non sembra sostenibile che la società possa esimersi dall'effettuare la *disclosure* delle informazioni *price sensitive* secondo le modalità prescritte. E ciò per una semplice ragione: l'art. 114 t.u.f. impone una pubblicità la cui fonte deve essere l'emittente (ossia la fonte *certa*), e non un *insider* qualunque.

Se il legislatore fa carico esclusivamente all'emittente, scaturigine della notizia privilegiata, di effettuare la divulgazione, se ne può desumere *a contrario* che un *insider* non sia abilitato ad effettuarla. Nel disposto del primo comma dell'art. 114 t.u.f. si rinviene un'esigenza di certezza dell'informazione diffusa al mercato che la *disclosure* effettuata dall'*insider* (primario o secondario) non può fornire²⁸⁰.

La compresenza di *disclosure* di differenti origini (che si verrebbe a determinare allorquando l'emittente proceda alla diffusione delle notizie privilegiate non tempestivamente, facendo sorgere, in tale prospettiva, l'obbligo di informa-

zioni analoghe esprime, sia pure con riguardo all'indeterminatezza dei destinatari di un prospetto, BRUNO, *L'azione di risarcimento*, 100).

²⁷⁸ Cui si è in precedenza fatto cenno, cap. III, § 9.

²⁷⁹ V. anche *supra* cap. III, § 9.

²⁸⁰ MARTÍNEZ FLOREZ, *En torno a la responsabilidad*, 962 esprime posizione analoga.

zione in capo all'*insider* che voglia negoziare) non solo non è stata esplicitamente prevista dal legislatore, ma non si può escludere che possa essere foriera di incomprensioni o di ambiguità nocive per il mercato.

11. (Segue). *Esclusione della responsabilità contrattuale*. – Si è affermato in dottrina, al fine di giustificare l'applicabilità di rimedi civilistici e di individuare una situazione soggettiva lesa nel caso di *insider trading* effettuato tramite negoziazioni all'interno del mercato regolamentato, che l'interesse tutelato dalla disciplina penale dell'*insider trading* è l'interesse diffuso degli investitori ad una potenziale parità di condizioni sul mercato e che questo interesse, pur apparendo tipicamente come diffuso in capo ad un numero indeterminato di soggetti, «ha nella norma penale tutela giuridica, che lo rende di per sé posizione giuridica soggettiva in capo a ciascuno dei portatori di tale interesse»²⁸¹.

L'impostazione non esclude l'esistenza di un danno che necessita di un ristoro. Il riconoscimento di una posizione soggettiva che risulta protetta quale effetto riflesso di una disciplina come quella delle informazioni privilegiate (pubblicità e abuso) «anche a ciò diretta, ma perseguente diverse finalità, soprattutto pubblicistiche»²⁸² di tutela del mercato²⁸³, può giustificare la individuazione di un pregiudizio risarcibile (considerata, peraltro, quella tendenza della nostra giurisprudenza all'allargamento delle situazioni giuridiche soggettive tutelabili in forza dell'art. 2043 c.c.²⁸⁴).

Gli argomenti indicati non esauriscono il novero delle possibili critiche all'individuazione di rimedi civilistici di stampo negoziale in capo all'*insider* che compravende i titoli rispetto ai quali possiede informazioni privilegiate. In particolare, con riguardo alla responsabilità contrattuale non sembra potersi trascurare che il riconoscimento di una siffatta responsabilità in capo a colui che abusa di

²⁸¹ GAMBINO, *La valutazione*, 384. Circa il rilievo della – preventiva – individuazione della situazione giuridica soggettiva lesa v. MAZZAMUTO, *Spunti in tema di danno ingiusto*, 351. Anche SGUBBI, *Il risparmio*, 346 ritiene che il reato di *insider trading* possa dare luogo a fattispecie di danno risarcibili civilisticamente.

²⁸² Si prendono in prestito le parole di Trib. Milano, 14 febbraio 2004, 114 (su cui v. *infra*).

²⁸³ ANGELICI, *Su mercato finanziario*, 38 rimarca la circostanza che la tutela dell'investitore costituisce, nella fattispecie, una «sorta di riflesso della più ampia tutela del mercato».

²⁸⁴ Secondo Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, non ha rilievo determinante (ai fini della configurabilità della responsabilità extracontrattuale) la qualificazione formale della posizione giuridica vantata dal soggetto. In materia v. MONATERI, *La responsabilità civile*, 220 s. Si è efficacemente sottolineato che qualunque interesse tutelato dal sistema giuridico (se non qualunque interesse socialmente apprezzabile: LIBERTINI, *Nuove riflessioni*, 402) è rilevante sul piano aquiliano (MAZZONI, *La porta aperta*, 797, nota 57; GALGANO, *Le mobili frontiere*, 7 fa riferimento alla categoria dell'«interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico» come frontiera del danno ingiusto; SCALISI, *Danno e ingiustizia*, 789 s. definisce il percorso della responsabilità civile in termini di evoluzione dalla tutela del diritto alla tutela dell'interesse). V., però, *supra* cap. III, § 3, le perplessità avanzate in dottrina in relazione alla fattispecie del danno meramente patrimoniale.

informazioni privilegiate genera un paradosso. Se la *ratio* della disciplina dell'*insider trading* è evitare che il soggetto informato concluda un contratto avente ad oggetto i titoli relativamente ai quali possiede la notizia privilegiata, l'individuazione di una responsabilità contrattuale risulta quantomeno contraddittoria. Non sembra agevole affermare che possa sorgere una responsabilità *ex contractu* da un negozio che, nell'ottica del legislatore, non si deve stipulare²⁸⁵.

Inoltre, è necessario tenere in adeguata considerazione il fatto che la responsabilità contrattuale scaturisce dal fatto che l'obbligato non compie quanto dovuto in forza del vincolo obbligatorio (di fonte negoziale o legale) per assicurare – in forma positiva o omissiva – un determinato “bene della vita” alla controparte di cui questa non gode. La responsabilità aquiliana, invece, non deriva dalla violazione di un obbligo (assunto nei confronti di un determinato soggetto in forza di contratto o di legge) di assicurare un certo “bene della vita”, ma per avere recato un danno ingiusto (a seguito della violazione di norma imperativa) ad un “bene della vita” di cui il *quisque de populo* godeva²⁸⁶. Nel caso della disciplina sulle informazioni privilegiate e sull'*insider trading* l'investitore subisce un danno attinente alla libertà di iniziativa economica (nell'attività di investimento o di disinvestimento) che viene ad essere esercitata in maniera distorta, con sperpero di mezzi patrimoniali – similmente a quanto avviene nelle ipotesi di perdita di *chance*, in cui si individua pacificamente una responsabilità aquiliana.

La precisata difficoltà nel ridurre le violazioni in questione entro l'alveo della responsabilità contrattuale non implica la impossibilità di individuare un adeguato rimedio sanzionatorio di tipo civilistico (essendo difficile pensare che il legislatore, che ha imposto in materia apposite sanzioni di tipo penale e amministrativo, voglia escludere l'utilizzo di sanzioni di diritto civile). Si tratta, invece, di fare adeguata applicazione della disciplina della responsabilità extracontrattuale²⁸⁷ (con l'ausilio fornito, sul piano probatorio, dall'estensione dell'ap-

²⁸⁵ V. anche *supra*, cap. III, § 9.

²⁸⁶ BIANCA, vol. V, p. 547 in nota. Nel caso di rapporti con la pubblica amministrazione (c.d. interessi pretensivi) la Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, ha ritenuto di poter individuare una fattispecie legittimante il risarcimento del danno in termini aquiliani nella «situazione suscettiva di determinare un oggettivo affidamento circa la sua conclusione positiva, e cioè [... in] una situazione che, secondo la disciplina applicabile, [è...] destinata, secondo un criterio di normalità, ad un esito favorevole, e risulta[...] quindi giuridicamente protetta» (in materia TRAVI, *La giurisprudenza della Cassazione sul risarcimento*, 799).

²⁸⁷ L'ipotesi viene inquadrata nell'ambito della responsabilità extracontrattuale anche da MACCABRUNI, *Insider*, 618. Sotto il profilo in questione WEIGMANN, *Insider trading*, 5, ritiene che i risparmiatori danneggiati dall'*insider* avrebbero diritto di chiedere il risarcimento agli amministratori, direttori generali e sindaci sulla base dell'art. 2043 c.c., in combinato con l'art. 2622 [v.t.] c.c. (per una critica a tale ragionamento v. ABBADESSA, *L'insider trading*, 759, nota 24; in relazione alla responsabilità da violazione dell'art. 2622 [v.t.] c.c. – secondo cui gli organi di direzione e controllo della società erano punibili se si servivano a profitto proprio od altrui di notizie avute a causa del loro ufficio, o ne davano comunicazione a terzi, cagionando un danno potenziale alla società – si può fare riferimento a BORGIOI, *I direttori generali*, 55 ss.).

plicazione dell'art. 94, comma 8, t.u.f. alla fattispecie indagata²⁸⁸).

Il caso dell'abuso di informazioni privilegiate presenta un livello di complicazione più elevato rispetto a quello esaminato nella fattispecie di mancata *disclosure* delle informazioni da parte dell'emittente: alla responsabilità dell'emittente (per non aver reso pubbliche le notizie riservate) si aggiunge quella dell'*insider* che ha sfruttato l'informazione privilegiata.

Quest'ultimo è responsabile verso gli investitori che hanno contrattato (acquistando o vendendo i titoli oggetto di lacune pubblicitarie).

È anche in questo caso da escludersi che la responsabilità sia di tipo contrattuale per violazione degli obblighi informativi derivanti dal dovere di buona fede²⁸⁹, per la difficoltà sopra segnalata di coordinamento degli obblighi informativi precontrattuali con il funzionamento del mercato di borsa.

La soluzione al problema può forse essere individuata dando rilievo alla posizione dell'*insider* all'interno della struttura societaria. Qualora egli sia un gestore della società incomberà anche su di lui il dovere di realizzazione della *disclosure* con le modalità previste dal t.u.f. e dal regolamento Consob. Pertanto, questi non avrà soltanto il dovere di astenersi dal compimento di atti negoziali sui titoli cui l'informazione *price sensitive* si riferisce, ma avrà anche inadempito al dovere di effettuare la *disclosure* delle informazioni *ex art. 114 t.u.f.*, cagionando così un danno agli investitori che hanno venduto il titolo in questione ad un prezzo inferiore rispetto a quello che avrebbe potuto (*rectius*, dovuto) avere²⁹⁰ o che, all'inverso, hanno acquistato un titolo ad un prezzo maggiore rispetto a quello che avrebbe dovuto avere.

Ovviamente quella proposta è una soluzione che può valere solo nell'ipotesi indicata, ma che non ha peso nei casi di *tippee* o nei casi in cui l'*insider* non rivesta la posizione di amministratore. Inoltre, trattasi di soluzione che finisce per rinviare a quella già proposta con riferimento alla responsabilità dell'emittente senza risolvere il problema in maniera autonoma.

Risulta estremamente difficile individuare una responsabilità in capo all'*insider*. Infatti, nel caso della contrattazione di borsa appare arduo applicare principi che impongono il ricorso alla precisa e preventiva individuazione della controparte contrattuale (cosa ostacolata fortemente dal meccanismo di incrocio degli ordini tipico del mercato regolamentato). A ciò si deve aggiungere che la rarefazione del *contatto* negoziale fra gli investitori sul mercato telematico è accentuata dalla circostanza che le contrattazioni avvengono attraverso il sistema

²⁸⁸ *Amplius supra*, cap. III, § 4.

²⁸⁹ Il che sarebbe forse plausibile nell'ambito di negoziazioni effettuate fuori borsa (oggi molto rilevanti), ove è individuabile *ex ante* la controparte, o nei casi di operazioni concluse con internalizzatori sistematici (su cui, *ex pluribus*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, 264 s.; GOBBO, *MI-FID's systematic internalisation*, 63 ss.). V., però, la differente posizione sposata *supra*, cap. III, § 9.

²⁹⁰ O che hanno effettuato una vendita che non avrebbero posto in essere.

gestito da Borsa Italiana s.p.a. mediante l'intervento della controparte centrale costituita dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (società per azioni controllata dalla stessa Borsa Italiana s.p.a.²⁹¹), la quale si sostituisce alle controparti di mercato.

In particolare i sistemi di *trading* trasmettono al sistema di riscontro (gestito da Monte Titoli s.p.a.) i dati relativi ai contratti stipulati su mercati assistiti dall'intervento della Cassa di Compensazione e Garanzia. Il sistema di riscontro della Monte Titoli interpone fra i soggetti negoziali originari la Cassa di Compensazione e Garanzia in veste di controparte centrale, dando luogo a operazioni di *raddoppio*²⁹² – che sostanzialmente quasi coincidono temporalmente con la stipulazione del contratto – in virtù delle quali la controparte di mercato acquirente compra dalla Cassa di Compensazione e Garanzia, mentre la controparte di mercato alienante vende alla Cassa di Compensazione e Garanzia²⁹³ (pur rimanendo neutra per la Cassa, dal punto di vista economico, l'operazione negoziale fra le controparti di mercato – ad ognuna delle quali si sostituisce la controparte centrale-, considerato che l'art. B.3.1.1 del regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia si preoccupa di precisare che «le cause di invalidità e di inefficacia delle operazioni effettuate nel *Mercato* e le connesse azioni risarcitorie e restitutorie possono essere fatte valere solo tra le controparti di mercato [...]»).

La presenza di una controparte centrale e il meccanismo di sostituzione in cui si concreta²⁹⁴, pur non eliminando del tutto il contatto negoziale fra le parti (come invece avviene nei sistemi in cui la controparte centrale direttamente conclude con le parti), non sembra affatto escludere la possibilità di ipotizzare una responsabilità di natura extracontrattuale in capo all'*insider*.

In realtà l'obbligo di astenersi dalla negoziazione per l'*insider* è anche esso

²⁹¹ Con un modello (presente anche in Germania con *Deutsche Börse*) di integrazione verticale tra *trading* e *post-trading* definito anche *silos* in cui la Borsa controlla le varie fasi (tra cui appunto il *clearing* e il *settlement*) attraverso società apposite: LINCiano-SICILIANO-TROVATORE, *L'industria dei servizi di regolamento*, 13. Il sistema a controparte centrale è stato introdotto per finalità di minimizzazione del rischio individuale di controparte, ma ha intuibili riflessi positivi di tipo sistemico. Per una breve descrizione del sistema a controparte centrale si rinvia a WYMEERSCH, *Securities clearing and settlement*, 466.

²⁹² O, secondo una certa impostazione, di *novazione*. V. *ultra*.

²⁹³ LINCiano-SICILIANO-TROVATORE, *L'industria dei servizi di regolamento*, 7. Sul meccanismo di funzionamento della Cassa di Compensazione e Garanzia v. anche i contributi, sia pure non recentissimi, di ANNUNZIATA, *Il mercato italiano dei Futures*, 317 ss., spec. 320 e SANTECECCA, *Riorganizzazione dei mercati*, 61 ss.

²⁹⁴ Che si tratti di una *sostituzione* è confermato dall'art. 55, comma 1, lett. e) del Provvedimento di Banca d'Italia/Consob, 22 febbraio 2008, *Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione* (che parla di «assunzione in proprio da parte delle controparti centrali delle posizioni contrattuali derivanti dalle operazioni concluse dai partecipanti») e dall'art. A.1.1.1 del regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia alla voce *ordine di trasferimento*. Si vedano anche gli artt. 2.3 e 2.6 delle Condizioni Generali Parte II predisposte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia.

rivolto *in incertam personam*. La *ratio* della sanzione penale del comportamento dell'*insider* risiede nella tutela del mercato. L'*insider* con la sua attività di *trading* menoma la fiducia nel mercato²⁹⁵.

È acquisito che la disciplina di repressione dell'*insider trading* non è posta a tutela, in via principale e immediata, del patrimonio individuale ma è posta a salvaguardia dell'interesse pubblico all'efficienza del mercato²⁹⁶. Ciò non esclude che il singolo risparmiatore, il privato investitore, possa risentire un danno al suo patrimonio. Sono stati avanzati dubbi sulla possibilità di ritenere l'investitore persona offesa dal reato, sulla base del rilievo che il bene protetto sarebbe esclusivamente l'efficienza del mercato. Si può, però, eccepire la possibilità di configurare in capo all'investitore privato una contitolarità del bene giuridico tutelato dalla norma penale²⁹⁷, o comunque la plurioffensività della fattispecie criminosa. Peraltro, non sembrano sorgere dubbi sul fatto che, anche a non ritenere l'investitore persona offesa dal reato, certamente è titolare, per effetto della lesione del suo patrimonio, del diritto al risarcimento dei danni²⁹⁸. L'investitore privato subisce le conseguenze negative del reato commesso dall'*insider*. Ne consegue che lo specifico contratto posto in essere tra *insider* e investitore costituisce l'elemento individuante la legittimazione dell'investitore quale soggetto che ha patito un danno da reato e che ha diritto al ristoro²⁹⁹.

È da tenere in adeguata considerazione che, sul piano della legittimazione ad agire per il danno conseguente alla commissione del reato, non può prescindersi dagli ordinari criteri di individuazione dei soggetti danneggiati. Nella fattispecie i danneggiati sono coloro il cui ordine è stato incrociato con quello dell'*insider*, con produzione concreta del danno.

Nei confronti dell'*insider* non è ipotizzabile una violazione di doveri informativi – per ragioni di sistema: v. *supra* – né risulta applicabile l'art. 1497 c.c.³⁰⁰, mentre è ipotizzabile una responsabilità da violazione di norme poste in generale a tutela del mercato, in cui il contratto costituisce soltanto il meccanismo di indi-

²⁹⁵ Per ROSSI, *L'informazione societaria*, 202 la *ratio* della responsabilità per l'*insider trading* sta nella protezione dell'interesse non dei soci, ma più in generale dell'investitore.

²⁹⁶ Che è strettamente correlata alla tutela dell'investitore: PERRONE, *Gli obblighi di informazione*, 375 s.

²⁹⁷ Sul punto GIAVAZZI, *Insider trading*, 117.

²⁹⁸ V. in tal senso anche ROLFI, *L'investitore*, 1650.

²⁹⁹ Per GALLI, *La disciplina italiana*, 353 e 399, invece, ogni soggetto che ha compiuto operazioni su strumenti finanziari oggetto di *insider trading* avrebbe diritto ad ottenere ristoro del pregiudizio subito, sia pure nei limiti del profitto conseguito dal *market abuser*.

³⁰⁰ È noto che la mancanza di qualità come causa di risoluzione del contratto di cessione di quote o azioni ex art. 1497 c.c. può riguardare soltanto le qualità dei diritti e degli obblighi attribuiti dalla quota sociale e non il suo valore economico (a meno che l'alienante non abbia fornito apposite garanzie, nel qual caso tale responsabilità contrattuale deriva da una fattispecie diversa: Cass., 19 luglio 2007, n. 16031; Cass., 13 dicembre 2006, n. 26690; Trib. Milano, 14 marzo 2007; in dottrina BIANCA, *La vendita*, 802).

viduazione del legittimato all'azione risarcitoria di tipo aquiliano. Del resto, se è individuabile una responsabilità extracontrattuale da contratto³⁰¹, sembra egualmente possibile utilizzare il contratto non come fonte di un obbligo risarcitorio *ex art. 2043 c.c.* ma più semplicemente come meccanismo identificativo *ex post* del soggetto danneggiato, senza per questo dover ricorrere alla responsabilità contrattuale³⁰². La difficoltà di individuazione del soggetto che ha patito il danno non può, cioè, considerarsi elemento idoneo ad eliminare la ipotizzabilità di una responsabilità in capo al *trader* che abusi di informazioni privilegiate.

La soluzione proposta è, peraltro, perfettamente compatibile anche con le ipotesi di contrattazione che avvengono al di fuori del mercato regolamentato. La conoscenza diretta della controparte non legittima l'*insider* a stipulare il contratto né ad informare la controparte (ricorrendo altrimenti la fattispecie penale tracciata dall'art. 184, comma 1, lett. b, t.u.f.). L'*insider* ha il dovere di non negoziare e di non propalare le informazioni di cui dispone. Se l'*insider* conclude il contratto fuori borsa il criterio della buona fede precontrattuale non può operare perché in contrasto con un precetto di natura penale. Ne risulta confermata l'idea che la responsabilità dell'*insider* è una responsabilità aquiliana (non essendo configurabile neppure un obbligo *ex art. 1337 c.c.*), proprio perché non deriva dalla violazione di obblighi negoziali³⁰³.

In Italia si è avuta una prima pronuncia in tema di responsabilità civile da *insider trading* nel 2004³⁰⁴. Il caso riguardava un gruppo di banche che stava negoziando il salvataggio di una società quotata che versava in stato di crisi. Le banche erano interessate al salvataggio in quanto titolari di posizioni creditorie nei confronti della società quotata. La trattativa non andò a buon fine e le banche procedettero a vendere le azioni della società quotata prima che vi fosse un'adeguata diffusione a favore del mercato della notizia concernente la reale situazione di crisi dell'emittente in questione³⁰⁵.

³⁰¹ Su cui è agevole il rinvio a BUSNELLI, *La tutela aquiliana del credito*, 287 e FRANZONI, *La tutela aquiliana del contratto*, 1935 ss. V. anche INZITARI-PICCOLINI, *La responsabilità civile*, 41 ss.

³⁰² Come fa, invece, CANARIS, *Norme di protezione*, 576 al fine di evitare un aumento incontrollato della tutela del patrimonio e «un'esorbitante risarcibilità dei danni "indiretti"».

³⁰³ Pertanto non è accoglibile la tesi di ALBANESE, *Violazione*, 161, secondo cui in una trattativa fra soggetti determinati sarebbe individuabile un dovere di portare a conoscenza dell'altra parte la notizia segreta.

³⁰⁴ Trib. Milano, 14 febbraio 2004, 110 ss. In dottrina non manca chi sostiene che il risarcimento del danno possa assumere anche forma specifica e prova ad avanzare ipotesi – a seconda del tipo di negoziazioni compiute da parte dell'*insider*: vendita o acquisto – di o.p.a. o di o.p.v. (con carattere riparatorio) da lanciarsi da parte dell'*insider* (MARCHETTI, *Profili*, 158). Di segno opposto è, però, l'opinione di BARTALENA, *Insider trading*, 336 ss., che non riconosce un nesso di causalità tra l'azione di *trading* dell'*insider* e il danno subito dagli investitori e che contesta la possibilità di applicare gli schemi della responsabilità precontrattuale o extracontrattuale.

³⁰⁵ In materia: FERRARINI-GIUDICI, *Scandali finanziari*, 244; GIUDICI, *Il private enforcement*, 318.

Il giudice ha riconosciuto tutela prescindendo, innanzitutto, da ogni valutazione circa il carattere più o meno speculativo dell'operazione realizzata dagli investitori danneggiati – alcuni dei quali avevano acquistato i titoli della società in questione, pur trattandosi di impresa da anni in forte difficoltà, anche in ragione delle voci circa una possibile o.p.a. sulla società emittente³⁰⁶. Inoltre, il giudice ha accolto le ragioni degli investitori ignari *ex art.* 2043 c.c. – sul presupposto che essi non avrebbero acquistato quei titoli se vi fosse stata una adeguata diffusione delle notizie privilegiate-, ma non nella misura da essi richiesta (pari alla differenza tra il prezzo di acquisto e quello di rivendita), bensì equitativamente, trattandosi di un danno scaturente da un ingiusto assoggettamento a un livello più alto di rischio³⁰⁷. Il Tribunale ha ritenuto che se gli *insiders* avessero tenuto un comportamento conforme al diritto, astenendosi dal vendere i titoli in questione, si sarebbero ridotte le probabilità di investimento nei titoli da parte dei soggetti danneggiati. Per tale motivo la sentenza ha condannato le banche che erano a conoscenza delle informazioni privilegiate non al risarcimento integrale del danno, ma nella misura equitativa «che tenga conto della quotazione media del titolo nel periodo immediatamente anteriore alle massicce dismissioni da parte delle banche e [...] del] prezzo finale del medesimo ad esaurimento delle dismissioni da parte delle [stesse]».

La identificazione di una possibile responsabilità da *insider trading* proietta le regole pubblicistiche di disciplina del mercato finanziario sul panorama civilistico della delineazione delle conseguenze intersoggettive ed in particolar modo sulla combinazione di responsabilità del soggetto emittente per mancata *disclosure* e dei soggetti al corrente delle informazioni *price sensitive* per l'attività di *trading* sulla scorta di informazioni privilegiate ignote al mercato, potendosi profilare una responsabilità concorrente in capo all'emittente e all'*insider*³⁰⁸.

Parte della dottrina americana effettua sul punto un ragionamento differente. Si afferma che l'*insider*, negoziando quelle determinate azioni ad un prezzo che non riflette tutte le informazioni sulla società, inganna tutti coloro che operano

³⁰⁶ Trib. Milano, 14 febbraio 2004, 115. I documenti in base ai quali è stata ricostruita la vicenda sono stati acquisiti dagli attori grazie allo svolgimento di un procedimento penale (oggetto di archiviazione: GIUDICI, *La responsabilità civile*, 295), in un palese produttivo intreccio di *private e public enforcement*.

³⁰⁷ Trib. Milano, 14 febbraio 2004, 115. Peraltro, secondo GIUDICI, *La responsabilità civile*, 296 ss., il punto focale della sentenza non è rappresentato dall'individuazione di una responsabilità da *insider trading*, quanto dalla individuazione di una responsabilità da omesse comunicazioni che ha falsato il mercato e la sua percezione da parte degli attori danneggiati (con riflessi in tale ottica anche sulla quantificazione del danno). Lo stesso Autore (a p. 298) si mostra decisamente scettico sulla possibilità di individuare una responsabilità *ex art.* 2043 c.c. in capo all'*insider* che si dedica a attività di *trading*, poiché il danno cagionato dall'*insider* al mercato non si rifletterebbe con sufficiente chiarezza sulla posizione di specifici investitori.

³⁰⁸ MARCHETTI, *Profili*, 158 s.

sul mercato e non solo quelli indotti a vendere, poiché tutte le negoziazioni «*took place at the wrong price*»³⁰⁹.

Negli Stati Uniti, la difficoltà di configurare una responsabilità di tipo squisitamente contrattuale in capo agli *insiders* ha indotto la SEC a promuovere azioni giudiziarie contro i medesimi al fine di ottenere l'irrogazione di *civil sanctions* (che, in effetti, sono molto vicine alle nostre sanzioni amministrative). Accogliendo l'impostazione giurisprudenziale³¹⁰, l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) del 1988, che ha modificato il *Securities Exchange Act*³¹¹ e che costituisce la risposta dell'ordinamento statunitense all'aumento dei fenomeni di *insider trading* nella metà degli anni ottanta (nonostante l'adozione nel 1984 dell'*Insider Trading Sanctions Act*³¹²), riconosce il diritto al risarcimento dei danni agli investitori che operano sul mercato in maniera negozialmente opposta – anche in assenza di alcun rapporto contrattuale con l'*insider trader*³¹³ – rispetto all'*insider* nel momento in cui egli negoziava (*sect. 20A a e b*)³¹⁴.

³⁰⁹ EASTERBROOK, *Insider*, 326, che prende a spunto il caso Chiarella.

³¹⁰ Spec. Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 95377, december, 9, 1975 WL 437 (SD.NY. 1975) – su cui v. STEINBERG, *Understanding Securities Law*, 350 – e Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F. 2d 88, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 97970 (2d Cir. 1981). Si veda il ragionamento condotto dal giudice Celebrezze. Riferimenti in DOUGHERTY, *A dissemblance*, 104 s. e GIUDICI, *La responsabilità civile*, 291. LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 9:2, però, evidenzia i rischi di enorme crescita del contenzioso giudiziario – insiti in tale disciplina – in presenza di scandali finanziari (come è avvenuto nei casi Worldcom e Enron, in cui è stato banalmente sufficiente indicare nell'azione giudiziaria, da parte dell'investitore danneggiato, che gli *insiders* avevano venduto i titoli delle summenzionate società essendo a conoscenza del fatto che i falsi *reports* finanziari ne avevano gonfiato le quotazioni).

³¹¹ Sul punto GIUDICI, *Il private enforcement*, 317 s., che rinvia a WANG, *The "Contemporaneous"* 1175 ss. per un commento relativo alla situazione della giurisprudenza statunitense antecedente all'adozione dell'ITSFEA. Per un esame dell'ITSFEA e in particolare della *Sect. 20 A v. FRIEDMAN, The Insider Trading*, 465 ss., spec. 481 ss.

³¹² Che ha previsto – in aggiunta al *disgorgement* – l'applicazione di una *civil penalty* fino a tre volte il guadagno conseguito (o le perdite evitate) dall'*insider* (l'applicazione della 300% *civil penalty* è comune, anche se vi è qualche caso in cui in cui le Corti non hanno inflitto la sanzione civile, pur avendo disposto il *disgorgement*): BLOOMENTHAL-WOLFF, *International capital markets*, 10 A, § 19:25; SEC v. Sargent, 329 F.3d 34 (1st Cir. 2003), su cui riferimenti in LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 8:2. WONG, *Insider trading*, 1161 s. sottolinea – a 1163 – l'introduzione con l'ITSFEA di un *bounty program* volto ad agevolare l'emersione di elementi probatori concernenti l'*insider trading*. In effetti, il *bounty payment system*, contrariamente alle aspettative del Congresso e della SEC, non ha fornito grande ausilio all'*enforcement* della disciplina repressiva dell'*insider trading* (è sufficiente tenere presente che la prima ricompensa è stata assegnata solo nel 2002: LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 1:15). Sull'*Insider Trading Sanctions Act* v. anche CALHOUN, *Moving toward a clearer definition*, 1126 s.

³¹³ HAZEN, *Treatise on the law of securities*, § 12.17[7][C]; VELIOTIS, *Rule 10b5-1*, 318.

³¹⁴ BLOOMENTHAL-WOLFF, *International capital markets*, 10 A, § 19:27; WANG-STEINBERG, *Insider trading*, 6:1 ss.; GIUDICI, *Il private enforcement*, 317 s.; GIAVAZZI, *Insider trading*, 125. In effetti la disposizione non ha dato luogo ad un numero imponente di azioni nel sistema statuniten-

La disposizione non specifica in quale modo devono essere individuati i *contemporaneous traders*, ossia a partire da quando e fino a quale momento un investitore che ha negoziato titoli oggetto di *insider trading* può reputarsi *contemporaneous*, comportando ciò una certa disomogeneità giurisprudenziale³¹⁵. I danni che la norma consente di richiedere, inoltre, «sono commisurati ai guadagni ottenuti dall'*insider* (o alle perdite evitate), diminuiti dell'eventuale restituzione (*disgorgement*) effettuata su ordine della SEC (*Sect. 20A, Exchange Act*)»³¹⁶. Il provvedimento di *disgorgement*, peraltro, pur avendo natura riparatoria (in quanto i fondi recuperati vanno normalmente agli investitori che sono stati danneggiati, anche tramite un apposito *receiver*³¹⁷), non deve caratterizzarsi per la precisa individuazione dei profitti derivanti dall'operazione, poiché è consentito che esso contenga una quantificazione anche soltanto approssimativa; sarà il convenuto a dover dimostrare l'effettiva e diversa entità della somma dovuta (cui si devono aggiungere gli interessi *ragionevoli*). A ciò si deve ag-

se (osservazione, di cui sono unico responsabile, tratta da colloqui con il prof. Harvey J. Goldschmid e il prof. John C. Coffee presso la Columbia Law School).

³¹⁵ Sul punto riferimenti in WANG-STEINBERG, *Insider trading*, 6:4 ss.

³¹⁶ GIUDICI, *Il private enforcement*, 318. In argomento: WANG-STEINBERG, *Insider trading*, 4:8:1; COX-HAZEN, *on Corporations*, 701; ABBADESSA, *L'insider trading*, 758 s., il quale evidenzia che un simile percorso nel diritto italiano sarebbe improponibile (specie individuando l'obbligo risarcitorio dell'*insider* nella buona fede contrattuale). Sulla importanza della *Section 20A* nel riconoscere rilevanza non solo pubblicistica ma anche privatistica con riguardo alla possibilità di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale arrecato dall'*insider* con la sua condotta v. AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 40. Un rimedio analogo è stato adottato in Gran Bretagna dalla s. 383(4) del *Financial Services and Markets Act* del 2000, secondo cui nei casi di *market abuse* l'autorità giudiziaria può disporre che il soggetto responsabile paghi all'*Authority* una somma calcolata avendo riguardo ai profitti conseguiti (ENRIQUES, *Note inutili*, 99, nota 14).

Con riferimento alla commisurazione dei danni sulla base dei profitti conseguiti dal danneggiante si segnala che in Italia già l'art. 18, comma 6, della legge 8 luglio 1986, n. 349, in relazione al risarcimento dei danni ambientali a favore dello Stato, ha stabilito che il giudice, nel caso in cui non sia possibile una quantificazione puntuale del danno, possa determinarne l'ammontare in via equitativa, tenendo comunque conto del profitto conseguito dal trasgressore grazie al suo comportamento lesivo dei beni ambientali (sul punto v. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità*, 743, il quale evidenzia l'*allure* sanzionatoria della disposizione; ENRIQUES, *Note inutili*, 99, nota 14; MONATERI, *La responsabilità civile*, 919; MAUGERI, *Violazione delle norme contro l'inquinamento*, 288). Sulla materia è poi intervenuto il d.lgs. n. 152/2006 che, all'art. 314, comma 3, prevede che «ove non sia motivatamente possibile l'esatta quantificazione del danno non risarcibile in forma specifica, o di parte di esso, il danno per equivalente patrimoniale si presume, fino a prova contraria, di ammontare non inferiore al triplo della somma corrispondente alla sanzione pecuniaria amministrativa, oppure alla sanzione penale, in concreto applicata» (GIUDICI, *La responsabilità civile*, 84; U. SALANITRO, *La nuova disciplina della responsabilità*, 192; più in generale sulla responsabilità per danno ambientale v.: ID., *Il risarcimento del danno all'ambiente*, 939 ss.; ID., *Tutela ambientale*, 385, il quale propende per un inquadramento della specifica responsabilità in termini riparatori più che sanzionatori).

³¹⁷ Ossia un soggetto che ha il compito, nella fattispecie, di procedere alla liquidazione del patrimonio del convenuto e di ripartirne il ricavato fra gli investitori danneggiati: STELLA, *L'enforcement*, 176.

giungere che la *sect.* 308 del Sarbanes-Oxley Act consente alla SEC di disporre il deposito delle somme di non limitata entità derivanti dall'imposizione di sanzioni pecuniarie (nei casi di acquisizione di un beneficio economico da parte del soggetto sanzionato) nel *Fair Fund* (detratto quanto eventualmente pagato come taglia ad un informatore³¹⁸), con il fine di risarcire le vittime delle frodi³¹⁹, anziché versarle al U.S. *Treasury*.

Nell'impostazione statunitense il danno non è semplicemente correlato alla perdita effettivamente patita dal soggetto cui l'ordinamento attribuisce diritto di azione. Il ristoro del danno finisce per essere una forma «di confisca dei proventi del reato avente però natura privata e, tuttavia, correlata con la confisca eseguita per mano pubblica»³²⁰.

Proprio per tale esigenza di fondo di limitare la responsabilità dell'*insider* la SEC ha sposato la tesi secondo la quale l'emittente deve rendere pubbliche le informazioni *price sensitive*, se esse costituiscono «*the basis for insider trading that is occurring in the company's stock*»³²¹.

Al contempo, però, in tale sistema si avanzano dubbi sull'applicabilità di questa argomentazione nell'ambito delle *private litigation*³²². In particolare si teme che l'individuazione di una responsabilità in capo all'emittente possa essere utilizzata come strumento per ampliare il campo di azione della disciplina anti-*insider trading* e per aggirare il *damage cap* che si applica alle azioni private di risarcimento danni da *insider trading*³²³.

L'impostazione nordamericana – apparentemente così lontana dalla nostra –, volta a parametrare il “risarcimento” del danno al profitto conseguito dall'*insider*,

³¹⁸ LANGEVOORT, *Insider trading: regulation*, § 8:2.

³¹⁹ STELLA, *L'enforcement*, 173 ss. che rinvia, con riguardo all'aspetto del versamento delle *penalties* a favore del *Fair Fund*, a SEC v. WorldCom Inc. 273 F. Supp. 2d, 434 e all'*affaire* Enron, in cui la Sec ha destinato a favore del *Fair Fund* le somme pagate (a seguito di apposito accordo) dalle banche d'affari J.P. Morgan Chase e Citigroup per il ruolo da esse ricoperto nella vicenda Enron: SEC *Press release* 2003-87, del 28 luglio 2003.

³²⁰ GIUDICI, *La responsabilità civile*, 292. In tema di c.d. *disgorgement* v. anche MACCABRINI, *Insider*, 617. È da evidenziare che gli artt. 187 e 187-*sexies* t.u.f. prevedono (il primo con riferimento alla sanzione penale, il secondo con riferimento alla sanzione amministrativa dell'abuso di informazioni privilegiate) espressamente la confisca del prodotto o del profitto del reato o dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo (ossia le somme investite: v. TONELLO, *Corporate governance*, 147 e FONDAROLI, *Sanzioni amministrative*, 130 ss.; sulla vecchia disposizione contenente l'obbligo di confisca – art. 180, comma 5, t.u.f., v.t. – v. RIGOTTI, *L'abuso*, 1380 s. e VALENTI, *Insider trading*, 8). Si segnala qui incidentalmente che anche in ordinamenti concernenti paesi in via di sviluppo (come il Vietnam: HANG, *Insider*, 627) si prevede la confisca del profitto dell'*insider*.

³²¹ *In re* Sharon Steel, Release No. 18271, 19 novembre 1981. V. COX-HAZEN, *On Corporations*, 710.

³²² V. ad esempio Murphy v. Sofamor Danek Group Inc., in cui si è escluso che un'attività di *insider trading*, per quanto massiccia, possa creare un *disclosure duty for the firm*.

³²³ COX-HAZEN, *on Corporations*, 710.

comincia ad affacciarsi nel nostro sistema. Spunti in tal senso vengono dall'art. 187-*undecies*, comma 2, t.u.f.³²⁴, secondo cui la riparazione dei danni cagionati all'integrità del mercato dal reato di *insider trading* può essere determinata dal giudice anche secondo equità, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e *dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato*. Pur non affermandosi che il danno debba essere commisurato al profitto, si ammette tale possibilità, dandosi maggiore spazio ad una funzione di deterrenza rispetto a quella compensativa della responsabilità³²⁵.

Peraltro, si può in questa sede precisare che la tutela del pubblico, nell'ottica che qui interessa, è mediata dalla diffusione del bene informazione, bene che – considerata la sua immaterialità – è sfruttabile soltanto nella forma della acquisizione degli utili derivanti dal suo (abusivo) utilizzo. Sembra trasparire, cioè, nell'ordinamento americano, un orientamento – discutibile nella sua assolutezza – per il quale il danno che l'*insider* è in grado di cagionare coincide con l'utile che ha conseguito dallo sfruttamento dell'informazione *price sensitive*.

12. (Segue). *Il nesso di causalità tra insider trading e danno subito dall'investitore*. – Con riferimento all'*insider trading* si è affermato che non sarebbe agevole rintracciare il nesso eziologico fra l'abuso di informazioni privilegiate ed il pregiudizio patito dall'operatore di mercato che abbia contrattato con l'*insider*³²⁶. Secondo tale impostazione, già analizzata con riguardo alla responsabilità da mancata diffusione delle informazioni privilegiate, l'operatore di borsa ignaro avrebbe compravenduto egualmente i titoli, a prescindere dall'esistenza di un abuso di informazioni privilegiate³²⁷.

³²⁴ Su tale disposizione v. VIGO, *Il danno* e GIUDICI, *La responsabilità civile*, 85 s. Si veda anche *supra* cap. III, § 8.

³²⁵ Ciò è già consentito in altri settori del nostro ordinamento come, ad esempio, in materia di risarcimento del danno da contraffazione di brevetto o di marchio *ex* art. 125, comma 3, del codice della proprietà industriale, secondo cui – seppure in ben diversa prospettiva – il titolare del diritto leso può chiedere la restituzione degli utili realizzati dall'autore della violazione, in alternativa al risarcimento del lucro cessante o nella misura in cui essi eccedono tale risarcimento (a questa norma risulta molto vicina la disposizione dettata dall'art. 158 della legge sul diritto d'autore, secondo cui il lucro cessante è valutato anche tenendo conto degli utili realizzati in violazione del diritto: circa i profili non squisitamente risarcitori ma di deterrenza di tali discipline – funzionali a rendere non conveniente la contraffazione – e la possibile vicinanza con il rimedio dell'arricchimento ingiustificato v. DI CATALDO, *Compensazione e deterrenza*, 205 ss., spec. 205 e 214; sul disposto dell'art. 125 c.p.i. si veda anche P. PARDOLESI, *Arricchimento*, 523 ss.; in generale sul problema dell'arricchimento lucrato da chi compie l'atto illecito v. SIRENA, *Il risarcimento dei c.d. danni punitivi*, 535). Sulla funzione di deterrenza dell'art. 125 del codice della proprietà industriale cfr. anche DI MAJO, *La responsabilità civile*, 308. Anche in Francia si pone la sanzione pecuniaria in relazione con il profitto tratto dall'*initié* (RONTCHEVSKY, *Nouvelles précisions*, 304).

³²⁶ V. BARTALENA, *Insider trading*, 340.

³²⁷ BARTALENA, *Insider trading*, 231 e 340 s.

In realtà sono individuabili ragioni che militano nel senso della possibilità di accertare l'esistenza di un nesso di causalità. Come si è in precedenza sostenuto, l'affermazione secondo la quale l'investitore ignaro avrebbe realizzato in ogni caso l'operazione sembra fondarsi su un assunto non esatto. Il compimento dell'operazione negoziale con un *insider* espone l'investitore ignaro ad un livello di rischio più elevato e non giustificato, sintomo della soggezione ad un funzionamento non corretto del mercato.

L'assunto che la controparte ignara si sarebbe comunque decisa a compiere l'operazione³²⁸ non è condivisibile, perché non tiene in conto che il nesso eziologico che lega la condotta del danneggiante al verificarsi del danno non è interrotto dalla semplice circostanza che un evento analogo potrebbe verificarsi ugualmente in forza di una diversa serie causale³²⁹ (ossia di un diverso contratto concluso dall'investitore danneggiato senza che vi sia stata attività negoziale da parte dell'*insider*)³³⁰.

Come sopra precisato la circostanza per la quale l'operatore di mercato ignaro ha compravenduto il titolo in questione essendo all'oscuro di notizie note all'*insider* idonee a determinare (sulla base di uno *standard market model*³³¹) una variazione del valore reale del titolo sembra rappresentare sufficiente prova dell'esistenza di un nesso eziologico fra il danno ed il comportamento del danneggiante.

È, inoltre, da tenere in conto che alla tesi della responsabilità aquiliana non sembra possibile obiettare³³² che il riconoscimento di un diritto al risarcimento del danno si risolverebbe nell'attribuzione di un ristoro ingiustificato a favore di tutti coloro che hanno casualmente operato sul mercato in senso negoziale inverso rispetto all'*insider*. A tale ricostruzione si può ribattere, infatti, che il danno che questi soggetti hanno subito è costituito dal fatto di aver contrattato sulla base di una situazione di rischio che non era quella che avrebbe dovuto essere. Il danno che cagiona l'*insider* è un danno al mercato e alla sua efficienza informativa e

³²⁸ BARTALENA, *L'abuso*, 138, ID., *Insider trading* (voce 2), 410; in tal senso v. anche SANTORO, *Insider trading*, 672 e SEMINARA, *Insider*, 22 s. In senso contrario si esprimono, però, AMATUCCI-DI AMATO, *Insider*, 143 e CARRIERO, *Informazione, mercato*, 186.

³²⁹ In senso favorevole all'individuazione di un nesso di causalità v. anche P. CARBONE, *Insider*, 435.

³³⁰ FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale*, 226 s. e ABBADESSA, *L'insider trading*, 756 s., il quale, riporta l'esempio di colui che si getta in mare per salvare un bagnante in pericolo e, raggiunto, lo lascia affogare. L'Autore ineccepibilmente ritiene che costui non possa esimersi da responsabilità sulla base del fatto che il bagnante sarebbe comunque morto e reputa, allo stesso modo, che l'*insider* reticente non possa eccepire che la controparte avrebbe comunque subito lo stesso danno qualora avesse concluso il negozio con altro contraente. Infatti, l'investitore danneggiato, «avendo avuto la sorte di entrare in rapporto con un soggetto tenuto ad informar[lo], non correva più giuridicamente tale rischio» (stante la rilevanza, in tale impostazione, del dovere di buona fede: per un differente approccio v., però, *supra*, cap. III, § 9).

³³¹ *Amplius supra*, cap. III, § 4.

³³² Come fa BARTALENA, *Insider trading*, 232.

quindi a quella molteplicità di operatori che resta anonima e per certi versi indifesa finché non interviene un elemento che consente la loro individuazione e permette loro di avanzare pretese di tutela. È la corretta identificazione dei soggetti aventi legittimazione attiva alla richiesta di risarcimento che scongiura il rischio di una attribuzione generalizzata e indiscriminata del ristoro (v. *supra*).

Pertanto il rischio di *overdeterrence* paventato in dottrina secondo cui l'utilizzo dell'art. 2043 c.c. cagionerebbe conseguenze potenzialmente esorbitanti sul piano sanzionatorio, assolutamente superiori rispetto alle concrete possibilità economiche dei soggetti obbligati³³³, può essere decisamente limitato con una corretta individuazione dei soggetti aventi legittimazione attiva all'esercizio dell'azione risarcitoria.

13. *I rapporti tra l'investitore ignaro e l'intermediario.* – Ultimo aspetto da tenere in considerazione, sotto il profilo dei riflessi civilistici della disciplina che regola le informazioni privilegiate, è quello relativo ai rapporti negoziali tra l'investitore non informato e l'intermediario a cui si è affidato. Qualora quest'ultimo dia vita ad operazioni di *insider trading* (ad esempio nella gestione di portafogli di investimento) il cliente potrà ottenere la risoluzione per inadempimento del rapporto contrattuale di intermediazione per violazione delle regole che presiedono al funzionamento del mercato e per violazione del dovere di correttezza nei confronti del cliente.

Ciò, secondo autorevole dottrina, dovrebbe valere indipendentemente dalla circostanza che il cliente abbia patito un danno dalla transazione realizzata dal suo intermediario *insider*, potendo l'operazione in questione essere addirittura vantaggiosa per il cliente³³⁴ (e indirettamente anche per il gestore che, violando le disposizioni in materia di *insider trading*, riuscirà a conseguire margini di redditività maggiori rispetto a quelli che avrebbe potuto ottenere rispettando le disposizioni e che, finché non scoperto, vanterà una maggiore capacità di attrazione di fondi). La norma che giustifica la risoluzione per inadempimento è costituita dall'art. 21, comma 1, lett. a), t.u.f., secondo cui nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza e correttezza, al fine di realizzare l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati. In effetti, *ex art. 1455 c.c.*, la risoluzione del contratto di intermediazione per inadempimento dell'intermediario abilitato potrà aversi solo nel caso in cui tale inadempimento non sia di modesto rilievo. Ciò conduce a ritenere che sia più facile rintracciare un inadempimento di rilevante importanza idoneo a giustificare la risoluzione del negozio nel caso in cui l'intermediario munito di informazioni privilegiate abbia negoziato in senso sfavorevole ad un suo cliente (magari al fine di non far "emergere" un'operazione di segno inverso realizzata a favore di altro cliente).

³³³ BARTALENA, *Insider trading*, 232.

³³⁴ MARCHETTI, *Profili*, 159.

Al contempo si sottolinea – nelle ipotesi proposte – la assoluta mancanza di responsabilità del cliente dell'intermediario, dovendo essere questi considerato alla stregua di un qualsiasi terzo di buona fede avente causa dall'*insider* (anche nell'ipotesi in cui l'abuso sia stato ideato dal gestore proprio con riguardo alla gestione del portafoglio di uno specifico cliente). Ciò, peraltro, comporta inevitabilmente il rischio perverso di una *race to the bottom* per i risparmiatori che, essendo immuni da responsabilità di sorta, sarebbero spinti ad intrattenere rapporti negoziali con gli intermediari meno corretti, proprio perché reputati idonei a generare guadagni supplementari (rispetto agli intermediari onesti) al riparo da sanzioni. A meno di non individuare nel contegno dell'investitore che si affida scientemente ad un gestore scorretto un'ipotesi di dolo eventuale, che renderebbe applicabile la disciplina sanzionatoria penale e amministrativa predisposta dal t.u.f., con conseguente rischio di confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo (*ex artt. 187 e 187-sexies t.u.f.*), altrimenti non ipotizzabile. Si tratta, però, di un'operazione di interpretazione delle fattispecie concrete per nulla agevole. L'unico vero "antidoto" contro questo rischio è da rintracciarsi nella disciplina pubblicistica di vigilanza sugli intermediari³³⁵, in un ulteriore indispensabile intreccio fra disciplina pubblicistica e regole privatistiche.

³³⁵ V. MARCHETTI, *Profili*, 160.

INDICE DELLE OPERE CITATE

- AA.VV., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Milano, 2004.
- ABBADESSA PIETRO, *Diffusione dell'informazione, e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, 314 e in *L'informazione societaria*, Milano, 1982, 449 (da cui si cita).
- ABBADESSA PIETRO, *Doveri di riservatezza ed insider trading: un rapporto discutibile*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 213.
- ABBADESSA PIETRO, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società, Atti del convegno di Venezia del 1995*, Milano, 1996, 567.
- ABBADESSA PIETRO, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975.
- ABBADESSA PIETRO, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 749.
- ABBADESSA PIETRO, *L'uso di informazioni privilegiate nei rapporti con la società*, in, XXV, *Annali della Facoltà Economia e Commercio dell'Università di Catania*, Catania, 1979, 597.
- ABBADESSA PIETRO, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 2, 489.
- ABBRIANI NICCOLÒ, *La responsabilità da reato degli enti: modelli di prevenzione e linee evolutive del diritto societario*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 187.
- ABBRIANI NICCOLÒ, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 131.
- ACERBI GIUSEPPE, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, 1074.
- ADIUTORI ANNA ROSA, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000.
- AFFERNI, GIORGIO, *Insider trading e interesse societario*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 217.
- AKERLOF GEORGE A., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 488.
- ALBANESE ANTONIO, *Contratto. Mercato. Responsabilità*, Milano, 2008.
- ALBANESE ANTONIO, *Fatto illecito, fatto ingiusto e restituzione dell'arricchimento*

- in assenza di danno*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2004, 538.
- ALBANESE ANTONIO, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in Perrone (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 45.
- ALBANESE ANTONIO, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003.
- ALBERTI GIOVANNI BATTISTA, *Fondamenti aziendalistici della responsabilità degli enti ai sensi del d.lgs. n. 231 del 2001*, in *Società*, 2002, 539.
- ALESSANDRI ALBERTO, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in Abbadessa-Cesarini (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, Bologna, 2007, 169.
- ALESSI RICCARDO, *Insider trading in Italy – Existing statutes, reform proposals and regulation of financial intermediaries*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 159.
- ALLEN FRANKLIN-QIAN JUN-QIAN MEIJUN, *Law, finance, and economic growth in China*, in *Journ. of Financial Economics*, 2005, 57.
- ALPA GUIDO, *L'art. 140 bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, 2010, rinvenibile sul sito <http://www.altalex.com/index.php?idnot=49236>.
- ALPA GUIDO, *L'azione collettiva risarcitoria. Alcune osservazioni di diritto sostanziale*, in *Contratti*, 2008, 545.
- ALVISI CHIARA, *Il consumatore ragionevole e le pratiche commerciali sleali*, in *Contr. impr.*, 2008, 700.
- AMADIO GIUSEPPE, *Il terzo contratto. Il problema*, in Gitti e Villa (a cura di), *Il terzo contratto. L'abuso di potere contrattuale nei rapporti tra imprese*, Bologna, 2008, 9.
- AMATI ENRICO, *Art. 184*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 1045.
- AMATUCCI CARLO, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, Milano, 2002.
- AMATUCCI CARLO, *La vera ambizione delle azioni di classe: brevi note sulla deterrenza*, in *Studi per Franco Di Sabato*, I, *Diritto dell'economia*, Napoli, 2009, 33.
- AMATUCCI CARLO, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario (Divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395)*, in *Riv. soc.*, 2005, 1336.
- AMATUCCI CARLO, *L'efficienza dell'"insider control system" e l'informazione "privata" destinata al consiglio di sorveglianza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, 395.
- AMATUCCI CARLO-DI AMATO ASTOLFO, *Insider trading*, Milano, 1993.
- AMBROSETTI ENRICO MARIO-MEZZETTI ENRICO-RONCO MAURO, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2009.
- AMBROSINO SANDRO, *L'incidenza delle regolazioni internazionali ed europee sui rapporti civilistici nei mercati finanziari*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2010, 181.
- AMOROSINO SANDRO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 137.

- AMOROSINO SANDRO, *Le funzioni della «nuova» Consob*, in Capriglione (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006, 169.
- ANDRONICO ALBERTO, *Governance*, in *Luoghi della filosofia del diritto. Un manuale*, a cura di Montanari, Torino, 2009, 237.
- ANGELICI CARLO, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006.
- ANGELICI CARLO, *Note in tema di informazione societaria*, in , Bonelli-Buonocore-Corsi-Costi-Ferro-Luzzi-Gambino-Jaeger-Patroni Griffi (a cura di), *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 249.
- ANGELICI CARLO, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1.
- ANGELICI CARLO, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1.
- ANGELINI ELIANA, *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa. Aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, Torino, 2006.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *Il mercato italiano dei Futures e la Cassa di compensazione e garanzia. Una nuova tappa della riforma dei mercati mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1993, 306.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *Insider trading: la Consob detta nuove regole*, in *Società*, 1992, 305.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *La legge di riforma della Commission des opérations de bourse tra «sécurité» e «transparence» del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 1990, 613.
- ANNUNZIATA FILIPPO, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (seconda parte)*, in *Società*, 1999, 520.
- ASHE MICHAEL-RIDER BARRY-COUNSELL LYNNE, *Civil liability for insider dealing*, in *The fiduciary, the insider and the conflict. A compendium of essays*, ed. by Rider e Ashe, Dublin, 1995, 172.
- ASSMANN HEINZ-DIETER-SCHNEIDER UWE H., *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Köln, 2009.
- ASSOGESTIONI, *Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario*, rinvenibile sul sito www.assogestioni.it.
- ASSONIME, *I doveri informativi del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, in *Riv. soc.*, 2007, 1457.
- ASSONIME, *Indagine sull'attuazione del decreto legislativo 231/2001*, rinvenibile sul sito www.assonime.it.
- ASSONIME, *La disciplina sugli abusi di mercato: internal dealing e registri degli insider*, in *Riv. soc.*, 2007, 630.
- ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Associazione Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, 275.
- AULETTA GIUSEPPE-SALANITRO, NICCOLÒ, *Diritto commerciale*, Milano, 2008.

- AVGOULEAS EMILIOS, *The mechanics and regulation of market abuse. A legal and economic analysis*, Oxford, 2007.
- AYRES IAN, *Back to Basics: regulating how corporations speak to the market*, in *Virginia Law Review*, 1991, 945.
- BACHMANN GREGOR, *Kapitalmarktpublizität und informationelle Gleichbehandlung*, in *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag*, München, 2009, 331.
- BAINBRIDGE STEPHEN M., *Incorporating state law fiduciary duties into the federal insider trading prohibition*, *Washington & Lee Law Review*, 1995, 1189.
- BAINBRIDGE STEPHEN M., *Insider trading*, in *Encyclopedia of law and economics*, edited by Bouckaert e De Geest. – Cheltenham, Northampton, 2000, vol. III, 772.
- BAINBRIDGE STEPHEN M., *Insider trading regulation: the path dependent choice between property rights and securities fraud*, in *Southern Methodist University Law Rev.*, 1999, 1589.
- BAIRD DOUGLAS G.-HENDERSON-M. TODD, *Other people's money*, in *Stanford Law Review*, 2008, 1309.
- BALLARINI STEFANO, *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in *Contr. e impr.*, 1990, 1160.
- BANI ELISABETTA, *Le sanzioni amministrative*, in Capriglione (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006, 389.
- BARACHINI FRANCESCO, *I doveri di fedeltà degli amministratori di s.p.a. Fattispecie e statuti*, Pisa, 2008.
- BARACHINI FRANCESCO, *L'appropriazione delle corporate opportunities come fattispecie di infedeltà degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 606.
- BARCELLONA EUGENIO, *Note sui derivati creditizi. Market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, I, 652.
- BARCELLONA EUGENIO, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003.
- BARCELLONA MARIO, *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust)*, in *Contratto e impresa*, 2008, 120.
- BARCELLONA MARIO, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009.
- BARIATTI STEFANIA, *L'applicazione del d.lgs. n. 231, del 2001 a società estere operanti in Italia: il caso degli istituti di credito e degli intermediari finanziari*, in *Dir comm. int.*, 2006, 819.
- BARTALENA ANDREA, *Appropriazione dei profitti dell'insider trading*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 225.
- BARTALENA ANDREA, *Art. 180*, in Marchetti e Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate Commentario*, Milano, 1999, 1988.

- BARTALENA ANDREA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, 10*, 217.
- BARTALENA ANDREA, *Insider trading* (voce), in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, Agg. *, Torino, 2000, 408.
- BARTALENA ANDREA, *Insider trading* (voce 2), in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, VII, Torino, 1992, 399.
- BARTALENA ANDREA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989.
- BARTALENA ANDREA, *La problematica dell'insider trading nel diritto inglese alla luce di un arecente legge*, in *Riv. soc.*, 1980, 579.
- BARTOLOMUCCI SANDRO, *Market abuse e «le» responsabilità amministrative degli emittenti*, in *Società*, 2005, 919.
- BARTOLOMUCCI SANDRO, *Modelli organizzativi obbligatori ed auto-validati: evoluzione eteronoma del d. lgs. n. 231/2001*, in *Società*, 2008, 407.
- BARTOLOMUCCI SANDRO, *Reato dell'amministratore e parametro oggettivo di imputazione della persona giuridica*, in *Società*, 2006, 756.
- BARTOLOMUCCI SANDRO, *Responsabilità delle persone giuridiche ex d. lgs. n. 231/2001: notazioni critiche*, in *Società*, 2005, 657.
- BARTULLI ARMANDO, *Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1993, VII, 111.
- BARTULLI ARMANDO, *Problemi di tecnica normativa nella repressione penale dell'insider trading*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 489.
- BARUCCI EMILIO-FARALLI VERONICA, *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari*, in *Banca impresa società*, 2004, 515.
- BAUVERT PAULETTE-SIRET NICOLE, *Droit des sociétés*, Paris, 2004.
- BAUVERT PAULETTE-SIRET NICOLE, *Droit des sociétés et autres groupements. Droit pénal*, Paris, 2007.
- BAVETTA GIUSEPPE, *Mandato (Diritto privato)*, in *Enc. Dir.*, XXV, Milano, 1975, 321.
- BAXT ROBERT-BLACK ASHLEY-HANRAHAN PAMELA, *Securities and financial services law*, Chatswood, 2003.
- BAYNE DAVID COWAN, *Insider trading: the misappropriation theory ignored: Ginsburg's O'Hagan*, in *University of Miami Law Review*, 1998, 1.
- BELLACOSA MAURIZIO, *"Insider trading": manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, fasc. 11, 20.
- BELLINI ELISABETTA, *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della Consob*, in *Danno e responsabilità*, 2007, 794.
- BENZAZZO PAOLO, *Le "pene civili" nel diritto privato d'impresa*, Milano, 2005.
- BENEDETTELLI MASSIMO V., *Profili internazionalprivatistici della disciplina comunitaria dei mercati finanziari: la Direttiva MIFID tra conflitti di legge e conflitti di giurisdizione*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, 35.
- BENY LAURA NYANTUNG, *Insider trading laws and stock markets around the world: an empirical contribution to the theoretical law and economics debate*, in *The Journal of Corporation Law*, 2007, 237.

- BERGMANS BERNHARD, *Inside information and securities trading: a legal and economic analysis of the foundation of liability in the U.S.A. and the European Community*, London, Dordrecht, Boston, 1991.
- BERLE ADOLF A., *Publicity of accounts and directors purchases of stock*, in *Michigan Law Review*, 1927, 827.
- BERLE ADOLF A.-MEANS, GARDINER C., *The modern corporation and private property*, New Brunswick, London, 1999 (orig. 1932).
- BERTOLISSI MARIO, *La sentenza n. 500/1999 in tema di lesione di interessi legittimi*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1999, II, 370.
- BESSONE MARIO, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.
- BETTI EMILIO, *Teoria generale delle obbligazioni, Prolegomeni: funzione economico-sociale dei rapporti d'obbligazione*, I, Milano, 1953.
- BEVILACQUA FRANCESCA CHIARA, *Prima sentenza di condanna di una società a seguito di giudizio ordinario ai sensi del D. lgs. 231/2001*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 506.
- BHAGAT SANJAI-ROMANO ROBERTA, *Reforming executive compensation: Simplicity, transparency and committing to the long-term*, in *European company and financial law review*, 2010, 273.
- BHATTACHARYA UTPAL-DAOUK HAZEM, *The world price of insider trading*, in *Journal of finance*, 2002, 75.
- BIANCA CESARE MASSIMO, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 1984.
- BIANCA CESARE MASSIMO, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000.
- BIANCA CESARE MASSIMO, *Diritto civile*, 4, *L'obbligazione*, Milano, 1993.
- BIANCA CESARE MASSIMO, *La responsabilità civile nella prospettiva europea: osservazioni preliminari*, in Scalisi (a cura di), *Il ruolo della civilistica italiana nel processo di costruzione della nuova Europa*, Milano, 2007, 673.
- BIANCA CESARE MASSIMO, *La vendita e la permuta*, Torino, 1972.
- BIANCHI GIORGIO, *Risk management*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, *Aggiornamento*, III, Torino, 2007, 743.
- BLACK ASHLEY, *Policies in the regulation of insider trading and the scope of section 128 of the Securities Industry Code*, in *Melbourne University Law Review*, 1988, 633.
- BLACK BERNARD S., *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *Ucla Law Review*, 2001, 781.
- BLANDINI ANTONIO, *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 405.
- BLANDINI ANTONIO, *Le società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, 13.
- BLANDINI ANTONIO, *Società quotate e società diffuse*, Napoli, 2005.
- BLOOMENTHAL HAROLD S.-WOLFF SAMUEL, *International capital markets and securities regulation*, vol. 10 A, St. Paul, 2003-2004 (loose-leaf).
- BOCCHINI ERMANNIO, «Atti» e «fatti» nella teoria della pubblicità legale commerciale, in *Giur. comm.*, 2004, I, 240.
- BOCCHINI ERMANNIO, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 35.
- BOCCHINI ERMANNIO, *Manuale del registro delle imprese*, Padova, 1999.
- BOCCHINI ERMANNIO, *Teoria dell'informazione e revocatoria fallimentare*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 121.

- BONELLI FRANCO, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681.
- BONELLI FRANCO, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
- BONELLI FRANCO, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, 1971.
- BOOTH RICHARD A., *The end of the securities fraud class action as we know it*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2007, 1 ss.
- BORGIOI ALESSANDRO, *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1975.
- BOUTHINON-DUMAS HUGUES, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier. Étude des conditions juridiques de la détermination de la valeur de la société par le marché boursier*, Paris, 2007.
- BRAGANTINI SALVATORE, *Il nuovo ruolo della CONSOB nel Testo Unico della finanza*, in Andreoli (a cura di), *Il governo delle società dopo il D.lgs. 24.2.1998 n. 58*, Padova, 2002, 63.
- BRANCADORO GIANLUCA, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005.
- BRANSON DOUGLAS M., *SEC nonacquiescence in judicial decisionmaking: target company disclosure of acquisition negotiations*, in *Maryland Law Review*, 1987, 1001.
- BRELLOCHS MICHAEL, *Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts*, München, 2005.
- BRICOLA FRANCO, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Contratto e impresa*, 1992, 682.
- BRIS ARTURO, *Do insider trading laws work?*, working paper per Yale International Center for Finance, 2000, rinvenibile sul sito www.ssrn.com.
- BROMBERG ALAN R.-LOWENFELS LEWIS D., *Securities fraud & commodities fraud*, Thomson/West, 2003, vol. 3.
- BRUDNEY VICTOR, *A note on materiality and soft information under federal securities laws*, in *Virginia Law Review*, 1989, 723.
- BRUNO FERDINANDO-RAVASIO NICOLETTA, *Ambito soggettivo ed oggettivo dell'informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Società*, 2007, 1023.
- BRUNO SABRINA, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000.
- BRUNO SABRINA, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa*, 2001, 1287.
- BRUNO SABRINA, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785.
- BUONOCORE, VINCENZO, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5.
- BUONOCORE VINCENZO, *Contratto e mercato*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 379.
- BUONOCORE VINCENZO, *La responsabilità da inadeguatezza organizzativa e l'art. 6 del d. lgs. n. 231 del 2001*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 178.
- BUONOCORE VINCENZO, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 551.
- BUSNELLI FRANCESCO DONATO, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539.

- BUSNELLI FRANCESCO DONATO, *La tutela aquiliana del credito: evoluzione giurisprudenziale e significato attuale del principio*, in *Riv. crit. Dir. priv.*, 1987, 273.
- CAIANIELLO CARLO-POLITO POMPEO, *Art. 1440*, in Ruperto, *La giurisprudenza sul codice civile*, Milano, 2005, 2371.
- CALANDRA BUONAURA, VINCENZO, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 867.
- CALANDRA BUONAURA, VINCENZO, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 220.
- CALHOUN LACEY S., *Moving toward a clearer definition of insider trading: why adoption of the possession standard protects investors*, in *University of Michigan Journal of Law Reform*, 1999, 1119.
- CALVO ROBERTO, *Expertise degli strumenti ad arco e affidamento nel prisma della responsabilità senza contratto*, in *Contratto e impresa*, Europa, 2010, 1.
- CAMERINI MARCELO A., *El caso "Solfina Sayf". Un nyuevo precedente sobre uso de información privilegiada*, in *Derecho comercial y de las obligaciones*, 2008, 513.
- CAMILLETTI FRANCESCO, *Il nuovo art. 140-bis del Codice del consumo e l'azione di classe*, in *I contratti*, 2009, 1179.
- CAMPOBASSO GIAN FRANCO, *Diritto commerciale*, II, *Diritto delle società*, 7 ed., a cura di Mario Campobasso, Torino, 2009.
- CAMPOBASSO, MARIO, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002.
- CANARIS, CLAUS WILHELM, *Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione (parte prima)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, 567.
- CANARIS CLAUS WILHELM, *Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione (parte seconda)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, 793.
- CANNON ALAN, *Nomura insider trading. Impact on directors*, in *International Financial Law Review*, 2008, luglio, 14.
- CANOVA ALBERTO, *Soluzioni operative: "corporate compliance" e società di capitali partecipate da gruppi esteri*, in *Diritto e prat. soc.*, 2008, fasc. 14/15, 44.
- CAPRIGLIONE FRANCESCO, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2006, 125.
- CAPRIGLIONE FRANCESCO, *Dalla trasparenza alla «best execution»: il difficile percorso verso il «giusto prezzo»*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, I, 475.
- CAPRIGLIONE FRANCESCO, *La nuova legge sul risparmio tra tutela degli investitori e ridefinizione degli assetti del settore*, in Capriglione (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006, 3.
- CARBONE PAOLO L., *Art. 114*, in *Commentario breve al Codice Civile, Leggi complementari*, a cura di Alpa e Zatti, Padova, 2006, II, 1213.
- CARBONE PAOLO L., *Artt. 180-187*, in *Commentario breve al Codice Civile, Leggi complementari*, a cura di Alpa e Zatti, Padova, 2006, II, 1420.
- CARBONE PAOLO L., *Il ruolo della Consob ed i nuovi doveri di informazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 649.

- CARBONE PAOLO L., *Insider trading (profili civilistici)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1998, *Agg. II*, 417.
- CARBONE PAOLO L., *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di "valori mobiliari". Profili della disciplina. Spunti critici*, in *Foro it.*, 1991, *V*, 466.
- CARBONE PAOLO, *Tutela civile del mercato e insider trading*, 1. – *Il mercato e l'insider trading*, Padova, 1993.
- CARBONE, SERGIO M., *La corporate governance della "società europea" nel reg. N. 2157/2001: tra norme materiali uniformi e tecniche di diritto internazionale privato*, in *Dir. comm. int.*, 2002, 133.
- CARBONE VINCENZO, *La Cassazione riconosce la risarcibilità degli interessi legittimi*, in *Danno e responsabilità*, 1999, 974.
- CARBONETTI FRANCESCO, *Acquisto di azioni proprie e insider trading*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 231.
- CARCANO GIUSEPPE, «*Insider trading*» e analisti finanziari in una sentenza statunitense, in *Riv. soc.*, 1985, 722.
- CARCANO GIUSEPPE, *La direttiva CEE sull'«insider trading»*, in *Riv. soc.*, 1989, 1026.
- CARDARELLI MARIA CECILIA, *Potere regolamentare della Consob. Informazione e mercati regolamentati*, Milano, 2007.
- CARDI MAVIE, *La riforma della vigilanza sui mercati finanziari negli Stati Uniti e in Europa*, in *Contr. e impr.*, Europa, 2010, 273.
- CARIDI, VINCENZO, *Articolo 27, commi 2 e 3*, in Nigro-Santoro (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, 478.
- CARIELLO VINCENZO, *Sulla c.d. responsabilità da affidamento nella capogruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 321.
- CARINGELLA FRANCESCO-DE MARZO GIUSEPPE, *Manuale di Diritto civile, II, Le obbligazioni*, Milano, 2007.
- CARLTON DENNIS W.-FISCHEL DANIEL R., *The regulation of insider trading*, in *Stanford Law Review*, 1983, 857.
- CARMIGNANI SONIA, *Articolo 14, lettere g)-l)*, in Nigro e Santoro (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, 242.
- CARNEVALI UGO, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988, 83.
- CARPI FEDERICO, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giur. comm.*, 2008, *I*, 1049.
- CARRIÈRE PAOLO, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva Market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338.
- CARRIÈRE PAOLO, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008.
- CARRIÈRE PAOLO, «*Merger & acquisition*»: nuovi obblighi di informativa societaria, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, n. 13, 28.
- CARRIERO GIUSEPPE, nota di commento a Corte di Giustizia, 10 maggio 2007, causa C-391/04, in *Foro it.*, 2007, *IV*, 367.
- CARRIERO GIUSEPPE, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992.

- CARRIERO GIUSEPPE, *Insider trading e interessi meritevoli di tutela*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 253.
- CARRIERO GIUSEPPE, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, 197.
- CASELLA PAOLO, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 796.
- CASSOTTANA, MARCO, *Sulla nozione di "danno diretto" e sui rapporti tra l'art. 2395 e l'art. 1223 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 530 ss.
- CASSOTTANA MARCO-NUZZO ANTONIO, *Lezioni di Diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006.
- CASTRONOVO CARLO, *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, in *Liber Amicorum per Francesco D. Busnelli, Il Diritto civile tra principi e regole*, Milano, 2008, II, 349 e in *Europa e dir. priv.*, 2008, 315 (da cui si cita).
- CASTRONOVO CARLO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.
- CASTRONOVO, CARLO, *Le frontiere nobili della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, 539.
- CASTRONOVO CARLO, *Le sezioni unite tra vecchio e nuovo diritto pubblico: dall'interesse legittimo alle obbligazioni senza prestazione*, in *Europa e Diritto privato*, 1999, 1241.
- CASTRONOVO CARLO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, I, 147.
- CASTRONOVO CARLO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, 123.
- CASTRONOVO CARLO, *Sentieri di responsabilità civile europea*, in *Europa e Diritto privato*, 2008, 788.
- CATERINO DANIELA, *La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra "prevenzione" e "allerta" della crisi d'impresa*, 2010, rinvenibile sul sito <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>.
- CAVALLO BORGIA ROSSELLA, *Art. 1434-1440*, in Galgano (a cura di), *Della simulazione, della nullità del contratto, dell'annullabilità del contratto*, Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Bologna Roma, 1998, 327.
- CAVAZZUTI FILIPPO, *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca impresa società*, 1989, 357.
- CAVAZZUTI FILIPPO, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca impresa società*, 2004, 419.
- CERA MARIO, *La riforma della Consob: solo «inutili complicazioni» e «disarmonie»?*, in *Riv. soc.*, 1985, 1276.
- CERVELLATI ENRICO MARIA-DELLA BRINA-ANTONIO CARLO FRANCESCO, *Analisti finanziari: conflitti di interesse o eccessivo ottimismo. Evidenza empirica dal mercato italiano delle ipo*, in *Banca impresa società*, 2004, 367.
- CERVELLATI ENRICO MARIA-DELLA BRINA-ANTONIO CARLO FRANCESCO-PATTITONI PIERPAOLO, *La trasmissione delle informazioni price sensitive: efficienza di mercato e implicazioni regolamentari*, in *Banche e banchieri*, 2007, 282.
- CESARINI FRANCESCO, *Aspetti economico-aziendali dell'inside trading*, in Rabitti

- Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 111.
- CESR, *Advice on level 2 implementing measures for the proposed market abuse Directive*, dicembre 2002, ref. 02-089d, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *An evaluation of equivalence of supervisory powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive. A report to the Financial Services Committee (FSC)*, giugno 2007, Ref. Cesr/07-334, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse consultation, Feedback Statement*, dicembre 2002, ref. 02-287b, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse directive, Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, novembre 2006, ref. 06/562, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse directive, Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, luglio 2007, ref. 06/562b, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse directive, Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback Statement*, luglio 2007, ref. 07-402, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse directive, Third set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market*, 08-274, maggio 2008, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Market abuse directive, Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, ottobre 2008, ref. CESR/08-717, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CESR, *Measures to promote market integrity*, febbraio 2002, ref. 01-052h, rinvenibile sul sito www.cesr-eu.org.
- CHAIKIN DAVID, *The impact of Swiss Principles of Mutual Assistance on Financial and Fiscal Crimes*, in *Revenue Law Journal*, 2006, 192.
- CHATMAN THOMSEN LINDA, *Speech by SEC Staff: Remarks before the Australian Securities and Investments Commission 2008 Summer School: U.S. Experience of Insider Trading Enforcement*, in Langevoort, *Insider trading: regulation, enforcement & prevention*, New York, 2009, vol. 18A, App. V (loose-leaf).
- CHEFFINS BRIAN R., *Does law matter?: the separation of ownership and control in the United Kingdom*, 2000, rinvenibile sul sito www.ssrn.com.
- CHERTI STEFANO, *Brevi note sui diritti tutelati dalla "nuova" azione di classe*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, 141.
- CHIAPPETTA FRANCESCO, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007.
- CHIAPPETTA FRANCESCO, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, seconda edizione, Padova, 2010.
- CHIAPPETTA FRANCESCO-TOFANELLI MARCO, *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993.
- CHIARUTTINI STEFANIA, *Nuova legge sul market abuse e adeguamento dei modelli organizzativi: spunti di riflessione*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 153.

- CHIU IRIS H-Y, *The role of securities disclosure regulation in investor protection relating to corporate insolvency: some observations on the US, EU and UK regulatory frameworks*, in *Company Lawyer*, 2008, 35.
- CHMIEL MICHAEL J., *The insider trading and securities fraud enforcement Act of 1988: codifying a private right of action*, in *University of Illinois Law Review*, 1990, 645.
- CHOI STEPHEN J.-PRITCHARD A.C., *Securities Regulation: Cases and Analysis*, New York, 2005.
- CNH Case New Holland, *Code of conduct, Business conduct policies*.
- COFFEE JOHN C., *Gatekeeper failure and gatekeeper reform: the implications of Enron*, relazione al convegno di Napoli organizzato dalla Univ. Federico II, 23 giugno 2003, "I controlli esterni nelle società quotate: ordinamenti ed esperienze a confronto", ora COFFEE JR, JOHN C., *Il cedimento degli «intermediari reputazionali» e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. Amatucci (a cura di), *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto*, Milano, 2005, 19, da cui si cita.
- COFFEE JOHN C., *Hearing on "Evaluating S.1551: the liability for aiding and abetting Securities Violations Act of 2009"*, U.S. Senate, september 17, 2009.
- COFFEE JOHN C., *Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system*, in *Virginia Law Review*, 1984, 717.
- COFFEE JOHN C., *Understanding the plaintiff's attorney: the implications of economic theory for private enforcement of law through class and derivative actions*, in *Columbia Law Review*, 1986, 669.
- COFFEE JOHN C.-SALE HILLARY A., *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York, 2009.
- COHEN MARK A.-RUBIN PAUL H., *Private enforcement of public policy*, in *Yale Journal on Regulation*, 1985, 167.
- COLCERA ENRICO, *The market for corporate control in Japan. M&As, hostile takeovers and regulatoru framework*, Berlin-Heidelberg, 2007.
- COLOMBO ANTONINO, *I modelli di organizzazione e l'organismo di vigilanza (D. lgs. n. 231/2001) nel quadro del sistema dei controlli interni di banche ed altri intermediari finanziari*, in *Banca impresa società*, 2008, 407.
- COMPORATI CARLO, *La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, fasc. 2, 62.
- COMPORATI CARLO, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2004, fasc. 2, 269.
- CONFINDUSTRIA, *Linee guida per la costruzione dei modelli di organizzazione, gestione e controllo ex d. lgs. n. 231/2001*, rinvenibili sul sito www.confindustria.it, marzo 2008.
- CONTI CORRADO, *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001.
- COOTER ROBERT-MATTEI UGO-MONATERI PIER GIUSEPPE-PARDOLESI ROBERTO-ULEN THOMAS, *Il mercato delle regole*, Bologna, 1999.
- CORAPI DIEGO, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 693.

- CORAPI DIEGO, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law, modello comunitario*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 527.
- CORAPI DIEGO, *L'«insider trading» nelle società per azioni americane*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, 288.
- COSTA CONCETTO, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, Milano, 1984.
- COSTI RENZO, *Capitolo II, Il mercato mobiliare*, in Buonocore (a cura di), *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino, 2009, 709.
- COSTI RENZO, *Gli interessi tutelati*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 377.
- COSTI RENZO, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 65.
- COSTI RENZO, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- COSTI RENZO, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca impresa società*, 1989, 205.
- COSTI RENZO, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Società*, 1998, 878.
- COSTI RENZO, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 175.
- COSTI RENZO, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 769.
- COSTI RENZO-ENRIQUES LUCA, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2004.
- COTTINO GASTONE, *Proteo e l'insider trading*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 281.
- COX JAMES D., *Insider trading and contracting: a critical response to the "Chicago School"*, in *Duke Law Journal*, 1986, 628.
- COX JAMES D.-HAZEN, THOMAS LEE, *Cox & Hazen on Corporations*, vol. II, New York, 2003.
- COZIAN MAURICE-VIANDIER ALAIN-DEBOISSY FLORENCE, *Droit des sociétés*, Paris, 2008.
- CREA CAMILLA, *Omesso esercizio di poteri di vigilanza e di controllo: analisi sistematico-evolutiva della responsabilità della Consob*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 141.
- CRESPI ALBERTO, *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1991, 1673.
- CRESPI ALBERTO, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2009, I, 107.
- CRYSTAL MICHAEL-ATHERTON STEPHEN, *United Kingdom*, in *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*, ed. Gaillard, Deventer, 1992, 171.
- CUNNINGHAM LAWRENCE A., *Capital market theory, mandatory disclosure, and price discovery*, in *Washington & Lee Law Review*, 1994, 843.
- DAIGRE JEAN-JACQUES, *L'information délivrée au Marché doit être complète*, in *Revue des Sociétés*, 2009, 643.

- DAIGRE JEAN-JACQUES, *Rumeur d'OPA: comment réagir?*, in *Bull. Joly Borse*, 2008, 190.
- D'ALESSANDRO FLORIANO, *L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in AA.VV., *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, 91.
- D'ALESSANDRO FLORIANO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1.
- DALIA CRISTINA, *Le aggressioni contrattuali al patrimonio. Reticenza e lesione della libertà negoziale*, Napoli, 2004.
- D'ARCANGELO FABRIZIO, *Il concorso dell'extraneus nell'insider trading e la responsabilità da reato dell'ente*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2008, fasc. 1, 33.
- DAVIES PAUL L., *Gower and Davies'Principles of modern company law*, London, 2003.
- DAVIES PAUL L., *The European Community's directive on insider dealing: from company law to securities markets regulation?*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 1991 (Spring), 92.
- DE GREGORIO ALFREDO, *Delle società e delle associazioni*, in *Codice di commercio commentato*, coordinato da Bolaffio, Rocco e Vivante, Torino, 1938.
- DEMSETZ HAROLD, *The Market for Corporate Control: Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return*, in *76 Am. Econ. Rev.*, 1986, 313.
- DE NOVA GIORGIO, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 435.
- DE NICOLA ALESSANDRO, *sub art. 2395*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, *Amministratori*, Milano, 2005, 657.
- DENNIS ROGER J., *Mandatory disclosure theory and management projections: a law and economics perspective*, in *Maryland Law Review*, 1987, 1197.
- DENOZZA FRANCESCO, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585.
- DENOZZA FRANCESCO, *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: «prolegomeni» ad un'analisi costi/benefici*, in *Banca impresa società*, 2007, 179.
- DENOZZA FRANCESCO, *Nonfinancial disclosure between "Shareholder Value" and socially responsible investing*, in *Investor protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and beyond*, ed. Ferrarini e Wymeersch, Oxford, 2006, 365.
- DENOZZA FRANCESCO, *Un seminario sul sistema dualistico*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1242.
- DENOZZA FRANCESCO-TOFFOLETTI LUCA, *Funzione compensatoria ed effetti deterrenti dell'azione privata nel diritto antitrust*, in Maugeri-Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 193.
- DESANA EVA-PERRONE ANDREA, *Mercato mobiliare e controlli giurisdizionali sugli atti delle Autorità*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 563.

- DE VAUPLANE HUBERT-BORNET JEAN-PIERRE, *Droit des marchés financiers*, Paris, 2001.
- DE VITIS TOMMASO, *Artt. 113-116*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Commentario, Milano, 1998, 613.
- DE WULF HANS, *Some brief remarks about (securities) class actions in Europe*, relazione tenuta al convegno di Taormina, 20-21 maggio 2010, *Financial Regulation and Supervision in the new Financial Architecture*.
- DI AMATO ALESSIO, *Il danno da informazione economica*, Napoli, 2004.
- DI AMATO ASTOLFO, *Insider trading*, in *Enc. dir.*, vol. agg. I, Milano, 1997, 677.
- DI BRINA LEONARDO, *Il divieto di insider trading*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 425.
- DI CATALDO VINCENZO, *Compensazione e deterrenza nel risarcimento del danno da lesione di diritti di proprietà intellettuale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 198.
- DI CATALDO VINCENZO, *Gli statuti speciali delle società azionarie*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993, 27.
- DI CATALDO VINCENZO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dai possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 644.
- DI CATALDO VINCENZO, *Risarcimento del danno e diritti di proprietà intellettuale*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di Maugeri e Zoppini, Bologna, 2009, 267.
- DI GIROLAMO FABRIZIO, *I compliance programs: un tema di governo societario da svolgere a cura dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2008, 958.
- DI LAZZARO EMANUELA-SPEDICATI DEBORAH, *La repressione penale della manipolazione: il primo caso di "risarcimento" alla Consob per danno all'integrità del mercato*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 105.
- DI MAJO ADOLFO, *Discorso generale sulla responsabilità civile*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, vol. IV, t. 3, *Attuazione e tutela dei diritti. La responsabilità ed il danno*, coordinato da Zoppini, Milano, 2009, 1.
- DI MAJO ADOLFO, *Fatto illecito e danno risarcibile nella prospettiva del diritto europeo*, in Scalisi (a cura di), *Il ruolo della civilistica italiana nel processo di costruzione della nuova Europa*, Milano, 2007, 711.
- DI MAJO ADOLFO, *Il problema del danno al patrimonio*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, 297.
- DI MAJO ADOLFO, *La responsabilità civile nella prospettiva dei rimedi: la funzione deterrente*, in *Europa e diritto privato*, 2008, 289.
- DI MARZIO FABRIZIO, *La nullità del contratto*, Padova, 1999.
- DI NOIA CARMINE-GARGANTINI MATTEO, *The market abuse directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, in *Riv. soc.*, 2009, 782.
- DIPLOCK JANE-LONGDIN LOUISE, *Regulating insider trading effectively: lessons from New Zealand*, in *Company Lawyer*, 2008, 141.
- DI SABATO FRANCO, *Diritto delle società*, Milano, 2006.

- DOLAN TIM-PARK DANIEL, *Extension of the sunset for sunset clauses*, 2008, rinvenibile sul sito <http://www.pinsentmasons.com/Default.aspx?page=1432>, 1.
- DOUGHERTY VERONICA M., *A dissemblance of privity: criticizing the contemporaneous traer requirement in insider trading*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 1999, 83.
- DUCOULOUX-FAVARD CLAUDE, *Manquement et délit d'initié*, in *Riv. soc.*, 1991, 1708.
- DUDLEY JAMES N.-CASEY KEN, *Ireland*, in Wegen e Assmann, *Insider Trading in Western Europe*, London-Dordrecht-Boston, 1994, 145.
- DUFFY MICHAEL, *"Fraud on the market": Judicial approaches to causation and loss from securities nondisclosure in the United States, Canada and Australia*, in *Melbourne University Law Review*, 2005, 621.
- EASTERBROOK FRANK H., *Insider trading, secret agents, evidentiary privileges, and the production of information*, in *The Supreme Court Review*, 1981, 309.
- EASTERBROOK FRANK H.-FISCHEL DANIEL R., *Mandatory disclosure and the protection of investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, 669.
- EASTERBROOK FRANK H.-FISCHEL DANIEL R., *Operazioni su titoli in base a informazioni «interne»*, in *Foro it.*, 1991, V, 217.
- EICHNER MORITZ PETER, *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität nach dem Anleger-schutz-verbesserungsgesetz*, Baden-Baden, 2009.
- ENGELN PETER-JAN-VAN LIEDEKERKE LUC, *The ethics of insider trading revisited*, in *Journ. of business ethics*, 2007, 497.
- ENRIQUES LUCA, *Note inutili su insider trading, investigazioni impossibili e informazione societaria*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, 95.
- ENRIQUES LUCA-ZORZI ANDREA, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 1.
- ERMETES MARIA LETIZIA, *Art. 180*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Commentario, Milano, 1998, 979.
- ESME, *Report, Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Bruxelles, luglio, 2007, rinvenibile sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm.
- EVANS RACHEL, *Civil sanctions will fail*, in *International financial law review*, 2010, june, 52.
- FACCHIN NICOLA, *sub art. 2395*, in *Commentario delle società* a cura di Grippo, I, Torino, 2009, 526.
- FALCONE GIOVANNI, *La "compliance" nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, 221.
- FAMA EUGENE F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical works*, in *Journal of finance*, 1970, 383.
- FARRAR JOHN, *Corporate governance in Australia and New Zealand*, Melbourne, 2001.
- FAUCEGLIA GIUSEPPE, *La class action nel diritto degli strumenti finanziari e delle società: è possibile una via italiana alla tutela collettiva degli investitori?*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, 261.

- FENN PAUL-MCGUIRE ALISTAIR-PRENTICE DAN, *Information imbalances and the securities markets*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 3.
- FENO MARCO-TRUCANO ANDREA, sub art. 181, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter, Torino, 2010, II, 3622.
- FERNÁNDEZ PABLO, *Información privilegiada según un tribunal español*, rinvenibile sul sito ssrn.com, 2009, 1.
- FERRARA JR. FRANCESCO-CORSI FRANCESCO, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009.
- FERRARINI GUIDO, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 3, 3.
- FERRARINI GUIDO, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa società*, 2004, 411.
- FERRARINI, GUIDO, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 43.
- FERRARINI GUIDO, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986.
- FERRARINI, GUIDO, *Securities regulation and the rise of pan-european securities markets: an overview*, in *Capital markets in the age of the euro: cross-border transactions, listed companies and regulation*, editors Ferrarini, Hopt e Wymeersch, The Hague, London, New York, 2002, 241.
- FERRARINI GUIDO, *The European Market Abuse Directive*, in *Common Market Law Review*, 2004, 711.
- FERRARINI GUIDO, «Un'azione – un voto»: un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, 24.
- FERRARINI GUIDO-GIUDICI PAOLO, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Associazione Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, 115.
- FERRARINI GUIDO-GIUDICI PAOLO, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in Galgano-Visinitini (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio, Trattato di Diritto commerciale e di Diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano XLIII, Padova, 2006, 197.
- FERRARINI GUIDO-RECINE FABIO, *The MiFid and internalisation*, in *Investor protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and beyond*, ed. Ferrarini e Wymeersch, Oxford, 2006, 235.
- FERRELL ALLEN, *The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world*, 2004, rinvenibile sul sito ssrn.com.
- FERRI GIUSEPPE, *Le società*, 3 ed., in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da Vassalli, vol. X, t. 3, Torino, 1987.
- FERRI GIUSEPPE jr., *Le deleghe interne*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di Limonati, Milano, 1995, 165.
- FERRI GIUSEPPE jr., *Ripartizione delle funzioni gestorie e nuova disciplina della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003.

- FERRO-LUZZI FEDERICO, *Regole del mercato e regole nel mercato: due vasi non comunicanti*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 207.
- FIANDACA GIOVANNI-MUSCO ENZO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2007.
- FIECCONI FRANCESCA, *La nuova disciplina del market abuse. L'insiders list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti*, in *Corr. giur.*, 2006, 1768.
- FISCHEL DANIEL R., *Use of modern finance theory in securities fraud cases involving actively traded securities*, in *The Business Lawyer*, 1982, 1.
- FISHMAN MICHAEL J.-HAGERTY KATHLEEN M., *Insider trading and the efficiency of stock prices*, in *Rand Journal of Economics*, 1992, 106.
- FLAMHOLTZ ERIC, *Il sistema di controllo come strumento di direzione*, in Amiconi (a cura di), *Misurazioni d'azienda. Programmazione e controllo*, Milano, 1988, I, 139.
- FLICK GIOVANNI MARIA, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga Marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, 975.
- FONDAROLI DÉsirÉE, *La responsabilità dell'ente*, in Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario, Lezioni*, Padova, 2008, 147.
- FONDAROLI DÉsirÉE, *Sanzioni amministrative accessorie e confisca*, in Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario, Lezioni*, Padova, 2008, 127.
- FORTUNATO SABINO, *Conflitto di interessi e discipline degli inducements*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, I, 136.
- FORTUNATO SABINO, *Il dirigente preposto ai documenti contabili nel sistema dei controlli societari*, in *Società*, 2008, 401.
- FORTUNATO STEFANO, *Modelli di controllo interno rispetto al rischio di «market abuse»*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, 1173.
- FOSCHINI MARCELLO, *Il Diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.
- FOX MERRITT B., *Required disclosure and corporate governance*, in *Comparative corporate governance – The state of the art and emergine research*, ed. by Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch and Prigge, Oxford, 1998, 701.
- FOX MERRITT B., *Retaining mandatory securities disclosure: why issuer choice is not investor empowerment*, in *Virginia Law Review*, 1999, 1335.
- FOX MERRITT B., *Securities disclosure in a globalizing market: who should regulate whom*, in *Michigan Law Review*, 1997, 2498.
- FRANZONI MASSIMO, *I diritti della personalità, il danno esistenziale e la funzione della responsabilità civile*, in *Contr. e impr.*, 2009, 1.
- FRANZONI MASSIMO, *La tutela aquiliana del contratto*, in Gabrielli (a cura di), *I contratti in generale*, II, Torino, 2006, 1935.
- FRIED JESSE M., *Reducing the profitability of corporate insider trading through pretrading disclosure*, in *Southern California Law Review*, 1998, 303.
- FRIEDMAN HOWARD M., *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, in *North Carolina Law Review*, 1990, 465.
- FRIGNANI ALDO, *I primi orientamenti della Consob concernenti la diffusione di informazioni «price sensitive» a terzi*, in *Società*, 1999, 1113.
- FRIGNANI ALDO-GROSSO PATRIZIA-ROSSI GIUSEPPE, *I modelli di organizzazione previsti dal D.Lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità degli enti*, in *Società*, 2002, 143.

- FROST GEOFFREY R.-ENGLISH LINDA, *Mandatory corporate environmental reporting in Australia: contested introduction belies effectiveness of its application*, 2002, rinvenibile sul sito <http://www.australianreview.net/digest/2002/11/frost.html>.
- FUSCO EUGENIO, *I criteri d'imputazione soggettiva della responsabilità degli enti. L'adeguatezza dei compliance program nella giurisprudenza*, in *Foro ambrosiano*, 2005, 229.
- GALBRAITH JOHN KENNETH, *L'economia della truffa* (tit. orig., *The economics of innocent fraud*), Rizzoli, 2004.
- GALGANO FRANCESCO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2009.
- GALGANO FRANCESCO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contratto e impresa*, 1992, 637.
- GALGANO FRANCESCO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contratto e impresa*, 2008, 73.
- GALGANO FRANCESCO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. impr.*, 1985, 1.
- GALGANO FRANCESCO-GENGHINI RICCARDO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, Cedam, Padova, 2006, XXIX, I.
- GALLETTI DANILO, *I modelli organizzativi del d. lgs. n. 231 del 2001: le implicazioni per la corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 126.
- GALLI STEFANO, *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 STEFANO, *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito «statunitense»?*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 216.
- GALLI STEFANO, *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 928.
- GALLI STEFANO, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010.
- GAMBINO AGOSTINO, *La valutazione degli interessi protetti e le conseguenze giuridiche*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 381.
- GAREGNANI GIOVANNI MARIA, *La rilevanza dei flussi informativi nei modelli organizzativi ai sensi del D.lgs. 231/2001*, in *Riv. dott. comm.*, 2009, 319.
- GARGANTINI ROSSELLA, *L'integrazione dei mercati borsistici*, in *Banche e banchieri*, 2008, 323.
- GARTEN HELEN A., *Insider trading in the corporation interest*, in *Wisconsin Law Review*, 1987, 573.
- GATTI MATTEO, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 511.
- GAZZONI FRANCESCO, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2009.
- GEHRMANN PHILIPP, *Das versuchte Insiderdelikt*, Baden-Baden, 2009.
- GELMINI LORENZO, *Modelli di organizzazione e sistemi di controllo interno: alcuni profili economico-aziendali alla luce del d.lgs. n. 231/2001*, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2004, 647.

- GENTILI AURELIO, *Le invalidità*, in *I contratti in generale*, Gabrielli (a cura di), *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno, Torino, 1999, II, 1255.
- GEVURTZ FRANKLIN A., *The globalization of insider trading prohibitions*, in *Transnational Lawyer*, 2002, 63.
- GIAVAZZI STEFANIA, *Insider trading: la prima condanna civile*, in *Società*, 2005, 110.
- GIAVAZZI STEFANIA, *Un'assoluzione per insider trading tra due discipline*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2001, 255.
- GIBSON KATHY-O'DONOVAN GARY, *Corporate governance and environmental reporting: an Australian study*, in *Corporate governance*, 2007, 944.
- GILSON RONALD J.-KRAAKMAN, REINIER H., *The mechanisms of market efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, 549.
- GINEVRA ENRICO, *Il «sistema disciplinare» (ex art. 6, comma 2, lett. e, d.lgs. 231/2001) degli organi apicali*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 307.
- GIOIA GINO, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in Gabrielli-Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004, I, 61.
- GIORGI VITTORIO, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005.
- GIUDICI PAOLO, *Il «private enforcement» nel diritto dei mercati finanziari*, in Maugeri-Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 293.
- GIUDICI PAOLO, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GIUNTA FAUSTO, *Il reato come rischio d'impresa e la colpevolezza dell'ente collettivo*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 243.
- GIUSSANI ANDREA, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in Maugeri-Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 111.
- GIUSTI DEL GIARDINO GIULIA, *L'«informazione riservata»*, in *Riv. soc.*, 1991, 1449.
- GLIATTA GIUSEPPE, *Reati contro la trasparenza dei mercati finanziari: presupposti e disciplina*, in *Dir. e prat. soc.*, 2008, n. 7, 35.
- GLOVER TRENT, *Imposing civil penalties for contraventions of the insider trading provisions of the corporations act 2001 (CTH): ASIC v Petsas*, in *Australian Business Law Review*, 2005, 301.
- GOBBO GIULIA, *MIFID's systematic internalisation: the efficiency debate and the future of the European financial Markets*, in *European Business Law Review*, 2009, 63.
- GODANO GIUSEPPE, *La direttiva comunitaria sull'«insider trading»*, in *Foro it.*, 1990, IV, 42.
- GOLDWASSER VIVIEN R., *The enforcement dilemma in Australian securities regulation*, in *Australian Business Law Review*, 1999, 482.
- GORDON JEFFREY N.-KORNHAUSER LEWIS A., *Efficient markets, costly information, and securities research*, in *New York University Law Review*, 1985, 761.

- GORMAN CHRISTOPHER M., *Are the chienesese walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of interest in broker-dealers?*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2004, 475.
- GORMAN THOMAS O.-MCGRATH WILLIAM P. JR., *What every issuer, director and officer should know about current SEC enforcement policies and trends*, in *Securities Law Journal*, 2007, 100.
- GOSHEN ZOHAR-PARCHOMOVSKY GIDEON, *On insider trading, markets, and "negative" property rights in information*, in *Virginia law review*, 2001, 1229.
- GOSHEN ZOHAR-PARCHOMOVSKY GIDEON, *The essential role of securities regulation, working paper n. 259, Columbia Law and Economics*, 2004, rinvenibile sul sito *ssrn.com* *ssrn* da cui si cita e in *Duke Law Journal*, 2006, 711.
- GOWER LAURENCE CECIL BARTLETT, *The principles of modern Company Law*, London, 1954.
- GOWER LAURENCE CECIL BARTLETT, *The principles of modern Company Law*, London, 1969.
- GRANDE STEVENS FRANZO, *Interesse dell'impresa e interesse del mercato. Ricerca del punto di equilibrio*, in *Società*, 1998, 886.
- GRANDE STEVENS FRANZO, *Osservazioni in tema di insider trading e di compravendita di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1991, 1006.
- GRASSO ANTONINO, *Illiceità penale e invalidità del contratto*, Milano, 2002.
- GRENIER JOHN BEAULIEU, *Damages for insider trading in the open market: a new limitation on recovery under rule 10b-5*, in *Vanderbilt Law Review*, 1981, 797.
- GROSSMAN SANFORD J.-STIGLITZ JOSEPH E., *On the impossibility of informationally efficient markets*, in *American Economic Review*, 1980, 393.
- GRUNER RICHARD S., *Corporate criminal liability and prevention*, New York, 2006.
- GUACCERO ANDREA, *Modalità e termini del controllo sulle informazioni fornite al pubblico*, in F.S. Martorano-V. De Luca (a cura di), *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008, 101.
- GUARRACINO, FRANCESCO, *Art. 114*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, II, 1054.
- GUERRERA, FABRIZIO, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991.
- GUERRERA FABRIZIO, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- GUGLIELMUCCI LINO, *Informazione societaria e stampa*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 899.
- Guida per l'informazione al mercato*, 2002, rinvenibile sul sito *www.iaf.it*, redatta su iniziativa di Borsa Italiana.
- GUILARTE ALFONSO, *Orden Ministerial en materia de infromación relevante*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, 2009, 293.
- GUIZZI GIUSEPPE, *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull'ambito di operatività dell'azione risarcitoria collettiva ex art. 140-bis d. lgs. 206/2005*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 797.

- GUYON YVES, *Droit des affaires*, t. I, *Droit commercial général et sociétés*, Paris, 2003.
- HADDOCK DAVID D.-MACEY JONATHAN R., *A coasian model of insider trading*, in *Northwestern University Law Review*, 1986, 1449.
- HAMILTON ROBERT W.-MACEY JONATHAN R., *Cases and materials on corporations including partnerships and limited liability companies*, Thomson, St. Paul, 2005.
- HANG MAI MINH, *Insider trading rules in Vietnam*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2007, 625.
- HANSEN JESPER LAU-MOALEM DAVID, *Comments on CESR Level 3, third set draft guidance on the common operation of the Market Abuse Directive*, 1.
- HANSEN JESPER LAU-MOALEM DAVID, *Insider dealing and parity of information. Is Georgakis still valid?*, in *European business law review*, 2008, 949.
- HANSMANN HENRY-KRAAKMAN REINIER, *Agency problems and legal strategies*, in *The anatomy of corporate law, A comparative and functional approach*, Oxford, 2004, 21.
- HANSMANN HENRY-KRAAKMAN REINIER, *The basic governance structure*, in *The anatomy of corporate law, A comparative and functional approach*, Oxford, 2004, 33.
- HAYASHI MASANORI, *Japanese insider trading law at the advent of the digital age: new challenges raised by internet and communication technology*, in *Hastings communications and entertainment law journal*, 2000, 157.
- HAYNES ANDREW, *Market abuse: an analysis of its nature and regulation*, in *Company Lawyer*, 2007, 323.
- HAZEN THOMAS LEE, *Treatise on the law of securities regulation*, St. Paul, 2009.
- HEINSIUS THEODOR, *The Federal Republic of Germany I: the current self-regulatory system*, in Wegen e Assmann, *Insider Trading in Western Europe*, London-Dordrecht-Boston, 1994, 1.
- HEINZE HARTWIG, *Der Schadenersatzanspruch des Anlegers bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen in der Rechtsprechung des BGH*, in *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag*, München, 2009, 425.
- HEMARD JEAN-TERRE FRANCOIS-MABILAT PIERRE, *Sociétés commerciales*, Paris, 1974, II.
- HERBOLD DAVID, *Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot*, Baden-Baden, 2009.
- HERNANDEZ SAINZ ESTHER, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Madrid, 2007.
- HERRINGTON TIM-GLOVER JASON, *The United Kingdom*, in Wegen e Assmann, *Insider Trading in Western Europe*, London-Dordrecht-Boston, 1994, 33.
- HERTIG GÉRARD-KRAAKMAN REINIER-ROCK EDWARD, *Gli emittenti e la protezione degli investitori*, in Kraakman Davies-Hansmann Hertig-Hopt Kanda, Rock, *Diritto societario comparato, Un approccio funzionale*, a cura di Enriques, Bologna, 2006, 241 (titolo originario *The anatomy of corporate law, A comparative and functional approach*, Oxford, 2004).

- HETHERINGTON J.A.C., *Insider trading and the logic of the law*, in *Wisconsin Law Review*, 1967, 720.
- HILER BRUCE A., *The SEC and the courts' approach to disclosure of earnings projections, asset appraisals, and other soft information: old problems, changing views*, in *Maryland Law Review*, 1987, 1114.
- HIRSCH ALAIN, *International enforcement and international assistance in insider trading cases*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 377.
- HIRTE HERIBERT, *Recenti tendenze della Aktiengesellschaft in Germania*, relazione al convegno *Le società per azioni nel mercato globale: evoluzione dei modelli*, organizzato dalla Fondazione Cesifin Alberto Predieri con la partecipazione della Rivista di Diritto Societario, Firenze, 17 marzo 2008.
- HOPT KLAUS J., *Norme etiche e norme giuridiche nel diritto dell'economia: uno studio sull'autodisciplina tedesca degli insiders*, in *Riv. soc.*, 1974, 1046.
- HOPT KLAUS J., *The european insider dealing directive*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 129.
- ICKLER NANCY L.-SCHULTZ MATTHEW-YATES PATRICIA H., *Recent decision: securities – insider trading – the extension of the duty to disclose material inside information*, in *Notre Dame Law Review*, 1982, 132.
- INTEFJORD NORVALD-JACKSON PATRICIA-PERRAUDIN WILLIAM, *Securities fraud*, rinvenibile in <http://www3.imperial.ac.uk/portal/pls/portalplive/docs/1/43784.PDF>, da cui si cita, 1998 e in *Economic policy*, ottobre 1998.
- Inter-Institutional Monitoring Group, First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, maggio 2003, rinvenibile sul sito http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ-lamfalussy_process/iimg/summary.pdf.
- INZITARI BRUNO-PICCININI VALENTINA, *La responsabilità civile. Casi e materiali*, Torino, 2009.
- IRRERA MAURIZIO, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.
- IRRERA MAURIZIO, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari nella legge sul risparmio e nel decreto correttivo*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 484.
- ISAE (Istituto di Studi e Analisi Economica), *Giustizia: tempi e interazioni con il sistema economico*, 2001, rinvenibile sul sito www.isae.it.
- JACOBS ARNOLD S., *Disclosure and Remedies under Securities Laws*, Eagan, 2004.
- JAEGER PIER GIUSTO, *La l. n. 281 e i nuovi poteri della Consob*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 946.
- JAEGER PIER GIUSTO, *La responsabilità solidale degli amministratori della capogruppo nella legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 407.
- JAEGER PIER GIUSTO, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795.

- JAEGER PIER GIUSTO, *Osservazioni a United States District Court. Southern District of New York*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 709.
- JAEGER PIER GIUSTO-DENOZZA FRANCESCO-TOFFOLETTO ALBERTO, *Appunti di diritto commerciale, Impresa e società*, Milano, 2010.
- JENSEN MICHAEL C., *Some anomalous, evidence regarding market efficiency*, in *Journal of financial economics*, 1978.
- JENSEN MICHAEL C.-MECKLING WILLIAM H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305.
- KAHAN MARCEL, *Securities laws and the social costs of "in accurate" stock prices*, in *Duke Law Journal*, 1992, 977.
- KANDA HIDEKI, *Comparative corporate governance. Country report: Japan*, in *Comparative corporate governance*, ed. Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch, Prigge, Oxford, 1998, 921.
- KASSING DANIEL-OLBRICH CAROLA, *Der Selbstbehalt in der D&O Versicherung: Gesetzliche Neuregelung lässt viele Fragen offen*, in *Betriebs-Berater*, 2009, 1659.
- KEANE RONAN, *Company Law in the Republic of Ireland*, Dublin, 1991.
- KELEMEN DANIEL R.-SIBBITT ERIC C., *The americanization of Japanese Law*, in *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2002, 269.
- KIFUJI SHIGEO-JONES COLIN P.A., *Corporate crime*, in *Japanese Business Law*, ed. by McAlinn, Austin, Boston, Chicago, New York, The Netherlands, 2007, 625.
- KIGUCHI HIROKO, *Japan*, in *Governance and risk. An analytical handbook for investors, managers, directors, and stakeholders*, ed. by Dallas, New York, 2004, 410.
- KING MERVYN-ROELL AILSA, *Insider trading*, in *Economic Policy*, 1988, 165.
- KLÖHN LARS, *The European insider trading regulation after the ECJ's Spector Photo Group-Decision*, 2010, 1, in *European company and financial law review*, 2010, 347 e rinvenibile sul sito www.ssrn.com, da cui si cita.
- KOJIMA HIDEKI, *Japan*, in *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*, ed. Gaillard, Deventer, 1992, 327.
- KORNER MARITA, *Infomatec und die haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche ad-hoc Mitteilungen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2004, 3386.
- KRAAKMAN REINIER, *The legal theory of insider trading regulation in the United States*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 39.
- KRAUSE HARTMUT, *The German Securities Trading Act (1994) a ban on insider trading and an issuer's affirmative duty to disclose material nonpublic information*, in *The international lawyer*, 1996, 555.
- KRAWIEC KIMBERLY D., *Fairness, efficiency, and insider trading: deconstructing the coin of the realm in the information age*, *Northwestern University Law Review*, 2001, 443.
- LAKONISHOK JOSEF-LEE INMOO, *Are insiders trades informative?*, in *The Review of Financial Studies*, 2001, 79.

- LAMBO LUIGI, *Responsabilità civile e obblighi di protezione*, in *Danno e responsabilità*, 2008, 129.
- LANGEVOORT DONALD C., *Capping damages for open-market securities fraud*, in *Arizona Law Review*, 1996, 639.
- LANGEVOORT DONALD C., *Insider trading: regulation, enforcement & prevention*, St. Paul, [New York (originally)], 2009, vol. 18 (*loose-leaf*).
- LANGEVOORT DONALD C., *L'appropriazione indebita di informazioni riservate: un'analisi di due recenti casi americani*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 27.
- LANGEVOORT DONALD C., *Rereading Cady, Roberts: the ideology and practice of insider trading regulation*, in *Columbia Law Review*, 1999, 1319.
- LANGEVOORT DONALD C., *Theories, assumptions, and securities regulation: market efficiency revisited*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1992, 851.
- LAWLEY PETER, *Panacea or placebo? An empirical analysis of the effect of the Japanese committee system corporate governance law reform*, in *Corporate governance in the 21st century. Japan's gradual transformation*, edited by Nottage, Wolff, Anderson, Cheltenham (UK) Northampton (USA), 2008, 129.
- LE CANNU PAUL, *Droit des sociétés*, Paris, 2003.
- LEGG MICHAEL, *The Aristocrat Leisure Ltd shareholder class action settlement*, in *Australian business law review*, 2009, 399.
- LEHN KENNETH, *Gli aspetti economici dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 5.
- LENER RAFFAELE, *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 142.
- LENER RAFFAELE, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 269.
- LENER RAFFAELE, *Sollecitazione all'investimento, informazione e rappresentazioni contabili non veritiere e deprezzamento degli strumenti finanziari: l'azione di responsabilità nei confronti della società di revisione*, in *Imprese e investitori, Crescita, tutele, interessi*, a cura di Mosco e Vella, Milano, 2008, 142.
- LERMAN ALINA-LIVNAT JOSHUA, *The new form 8-k disclosures, working paper*, rinvenibile sul sito www.ssrn.com.
- LEUZ CHRISTIAN-OBERHOLZER-GEE FELIX, *Political relationships, global financing and corporate transparency, working paper No. 2003 – 03*, rinvenibile all'indirizzo web <http://www.crema-research.ch/papers>.
- LEV BARUCH-DE VILLIERS MEIRING, *Stock price crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, in *Stanford Law Review*, 1994, 7.
- LIBERTINI MARIO, *Il ruolo necessariamente complementare di «private» e «public enforcement» in materia di antitrust*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di Maugeri e Zoppini, Bologna, 2009, 171.
- LIBERTINI MARIO, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1.
- LIBERTINI MARIO, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 599.

- LIBERTINI MARIO, *Nota di commento a Cass. Civ., I sez., 25.7.1986, n. 4755*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I, 392.
- LIBERTINI MARIO, *Nuove riflessioni in tema di tutela civile inibitoria e di risarcimento del danno*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, 385.
- LIBERTINI MARIO, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. appunti per un corso di diritto comemrciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, I, 198.
- LIBERTINI MARIO, *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria nella disciplina delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario, Prime riflessioni su alcuni contenuti della disciplina*, a cura di Genovese, Torino, 2004, 1.
- LIBONATI BERARDINO, *L'informazione societaria e i documenti contabili*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 1019.
- LIEBMAN BENJAMIN L.-MILHAUPT CURTIS J., *Reputational sanctions in China's securities market*, in *Columbia Law Review*, 2008, 929.
- LINCIANO NADIA-MACCHIATI ALFREDO, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002.
- LINCIANO NADIA-SICILIANO GIOVANNI-TROVATORE GIANFRANCO, *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2005, rinvenibile sul sito www.consob.it.
- LOEWENSTEIN MARK J., *The Supreme Court, rule 10b-5 and the federalization of corporate law*, in *Indiana Law Review*, 2005, 17.
- LO GULLO MAURIZIO, *Responsabilità amministrativa di società ed altri enti dipendente da reato, ambito di applicazione nello spazio della potestà sanzionatoria dello Stato e libertà comunitarie*, in *Contr. impr. Europa*, 2008, 854.
- LOKE ALEXANDER F., *Development of the law protecting securities investors against market misconduct in the UK, Australia and Singapore*, 2008, Thesis (doctoral)-Columbia University, 2008.
- LOKE ALEXANDER F., *Fron the fiduciary theory to information abuse: the changing fabric of insider trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, in *American Journal of Comparative Law*, 2006, 123.
- LOSS LUIS, *Disclosure as preventive enforcement*, in *Corporate governance and directors' liabilities*, edited by Hopt and Teubner, Berlin New York, 1985, 327.
- LOSS LUIS, *Fundamentals of securities regulation*, Boston, 1988,.
- LOWENSTEIN LOUIS, *Financial transparency and corporate governance: you manage what you measure*, in *Columbia Law Review*, 1996, 1335.
- LUMINOSO ANGELO, *Il mandato*, Torino, 2000.
- LUNGHINI GIACOMO, *La manipolazione del mercato*, in *Diritto penale e processo*, 2005, 1474.
- LU SHEN-SHIN, *Are the 1988 amendments to japanese securities regulation law effective deterrents to insider trading?*, in *Columbia Business Law Review*, 1991, 179.
- LYON GREGORY-DU PLESSIS JEAN J, *The Law of Insider Trading in Australia*, Sydney, 2005.

- MACCABRUNI FRANCO F., *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 598.
- MACCHIAVELLO EUGENIA, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, 2009, 911.
- MACEY JONATHAN R., *Insider trading: securities trading: a contractual perspective*, in *Case Western Reserve Law Review*, 1999, 269.
- MACRÌ ENRICO, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007.
- MAGGIOLIO MARCELLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003.
- MAGRO BEATRICE, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2007, 45.
- MAHONEY PAUL G., *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, in *University of Chicago Law Review*, 1995, 1047.
- MALAVASI MARCELLO, *Il market abuse: illeciti e procedure finalizzate alla loro prevenzione nel modello organizzativo ex d.lgs. 231/2001*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 125.
- MANDELBROT BENOÎT B.-HUDSON RICHARD L., *Il disordine dei mercati*, Torino, 2005.
- MANI G.V., *India*, in *Governance and risk. An analytical handbook for investors, managers, directors, and stakeholders*, ed. by Dallas, New York, 2004, 459.
- MANN MICHAEL D.-LUSTGARTEN LISE A., *Internationalization of insider trading enforcement – a guide to regulation and co-operation*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 339.
- MANNA ADELMO, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen econ.*, 2005, 659.
- MANNE HENRY G., *Insider Trading and the Law Professors*, in *Vanderbilt. Law Rev.*, 1970, 547.
- MANNE HENRY G., *Insider trading and the stock market*, New York, 1966.
- MANTOVANI MANUELA, «*Vizi incompleti*» del contratto e rimedio risarcitorio, Torino, 1995.
- MARCHETTI PIER GAETANO, *Controllo e gestione nel sistema dualistico*, in *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di Abbadessa e Cesarini, Torino, 2009, 157.
- MARCHETTI PIER GAETANO, *Gli «iniziati»*, in *Riv. soc.*, 1972, 148.
- MARCHETTI PIER GAETANO, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in *La società per azioni oggi, Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, vol. I, 143.
- MARCHETTI PIER GAETANO, *Profili privatistici dell'insider trading*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 145.
- MARCIANDI FRANCESCO, *La funzione di controllo interno delle società*, in *Società*, 2000, 827.

- MARKHAM JERRY W., *A comparative analysis of consolidated and functional regulation: Super Regulator: A comparative analysis of securities and derivatives regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan*, in *Brooklyn Journal of International Law*, 2003, 319.
- MARSANO ISABELLA, *Arricchimento senza causa*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, 537.
- MARTÍNEZ FLOREZ AURORA, *En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores*, in *Rev. der. merc.*, 1995, 953.
- MASNADA MASSIMILIANO, *La nuova azione di classe a tutela di consumatori e utenti*, in *Dir. prat. soc.*, 2010, n. 2, 13.
- MASSA JOSÉ, *Algunas reflexiones sobre la crisis financiera*, in *Revista de Derecho bancario y bursatil*, 2009, luglio-settembre, 19.
- MATTURRI VINCENZO, *Considerazioni sul progetto di legge sull'insider trading*, in *Riv. soc.*, 1989, 39.
- MAUCERI TOMMASO, *Danno non patrimoniale e enti collettivi. Itinerari giurisprudenziali*, Catania, 2009.
- MAUGERI MARIA ROSARIA, *Violazione delle norme contro l'inquinamento ambientale e tutela inibitoria*, Milano, 1997.
- MAVIGLIA ROBERTO, *I contratti di borsa e la procedura di negoziazione*, in Amorosino (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 231.
- MAVIGLIA ROBERTO, *Insider trading: una fattispecie di non agevole formulazione*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 291.
- MAZZA LEONARDO, *La repressione dell'insider trading nel quadro della tutela del mercato azionario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, 6.
- MAZZAMUTO SALVATORE, *Spunti in tema di danno ingiusto e di danno meramente patrimoniale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, 349.
- MAZZAMUTO SALVATORE, *Una rilettura del mobbing: obbligo di protezione e condotte plurime di inadempimento*, in *Europa e dir. priv.*, 2003, 627.
- MAZZONI ALBERTO, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485.
- MAZZONI ALBERTO, *La porta aperta delle cooperative tra premesse ideologiche e nuovo diritto*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 4, 763.
- MAZZONI ALBERTO, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 209.
- MCGEE ROBERT W., *Applying ethics to insider trading*, in *Journ. of business ethics*, 2007, 205.
- MELROSE JONATHAN, *Insider dealing, misleading statements and practices, and other offences*, in *Financial Services Act*, edited by Blair e Walker, Oxford, 2006, 267.
- MENGONI LUIGI, *Obbligazioni di «risultato» e obbligazioni di «mezzi» (Studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 366.

- MENGONI LUIGI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360.
- MEO GIORGIO, *Le società di capitali, Le società con azioni quotate in borsa*, nel *Trattato di diritto privato* diretto da Bessone, XVII, Torino, 2002.
- MIGNOLI ARIBERTO, *Insider trading: considerazioni e perplessità*, in MIGNOLI, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, Milano, 2002, I, 439.
- MIGNOLI ARIBERTO, *Nuove leggi e nuova Consob*, in *Riv. soc.*, 1991, 953 e in Mignoli, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, Milano, 2002, I, 429 (da cui si cita).
- MIGNOLI ARIBERTO, *Quotazione e società*, in *Riv. soc.*, 1982, 1167 e in Mignoli, *La società per azioni. Problemi – Letture – Testimonianze*, Milano, 2002, I, 469 (da cui si cita).
- MIGNOLI ARIBERTO, *Riflessioni sull'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 301.
- MILHAUPT CURTIS J., *Historical pathways of reform: foreign law transplants and Japanese corporate governance*, in *Corporate governance in context*, edited by Hopt, Wymeersch, Kanda, Baum, Oxford, 2005, 53.
- MILLER STEWART R.-LI DAN-EDEN LORRAINE-HITT MICHAEL A., *Insider trading and the valuation of international strategic alliances in emerging stock markets*, in *Journ. of intern. bus. studies*, 2008, 102.
- MINENNA MARCELLO, *L'individuazione dei fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2003, rinvenibile sul sito www.consob.it.
- MINERVINI GUSTAVO, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.
- MINERVINI GUSTAVO, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, Torino, 1954, VIII, 1.
- MINERVINI GUSTAVO, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.
- MINERVINI GUSTAVO, *Postfazione*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 481.
- MIRABELLI GIUSEPPE, *Delle obbligazioni. Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, Torino, 1980.
- MIRONE AURELIO, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998.
- MOLONEY NIAMH, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002.
- MONATERI PIER GIUSEPPE, *Il Tort da illegittimo esercizio della funzione pubblica*, in *Danno e responsabilità*, 1999, 978.
- MONATERI PIER GIUSEPPE, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile* diretto da Sacco, Torino, 1998.
- MONDINI PAOLO FLAVIO, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento. L'esperienza statunitense*, Milano, 2008.
- MONTALENTI PAOLO, *Corporate governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803.
- MONTALENTI PAOLO, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sul-*

- la responsabilità degli amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 833.
- MONTALENTI PAOLO, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, 318.
- MONTALENTI PAOLO, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, 2, Padova, 2004.
- MONTALENTI PAOLO, *L'informazione nei gruppi societari*, in *La società per azioni oggi, Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, vol. I, 303.
- MONTALENTI PAOLO, *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 643.
- MONTALENTI PAOLO, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 255.
- MONTALENTI PAOLO-BALZOLA STEFANO, *La società per azioni quotata*, Bologna, 2010.
- MONTICELLI LUCA, *Norma di coordinamento*, in Lanzi-Cadoppi (a cura di), *I reati societari, Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, Padova, 2007, 439.
- MOODIE GRANT-RAMSAY IAN M., *The expansion of civil penalties under the Corporations Act*, in *Australian Business Law Review*, 2002, 61.
- MORERA UMBERTO, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 77.
- MORO VALERIE, *Le decisioni "Infomatec" del Bundesgerichtshof (BGH)*, in *Annuario di Diritto tedesco*, 2004, 521.
- MOSCO GIAN DOMENICO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, 863.
- MOSCO GIAN DOMENICO, *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni «chiuse» e piccole e medie imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1079.
- MOULIN JEAN-MARC, *L'AMF affine son acception du manquement de initié*, in *Bull. Joly Borse*, 2008, 37.
- MUCCIARELLI FEDERICO M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180.
- MUCCIARELLI FRANCESCO, *L'abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Diritto penale e processo*, 2005, 1465.
- MUCCIARELLI FRANCESCO, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 745.
- MUCCIARELLI FRANCESCO, *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. dell'econ.*, 2000, 927.
- MUCCIARELLI FRANCESCO, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- MULLERAT RAMON, *The global responsabilità of business*, in *Corporate Socail Responsibility. The Corporate Governance of the 21st Century*, ed. Mullerat, The Hague, 2005, 3.

- MUSCO ENZO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1994, 9*, 213.
- NAKAJIMA CHIZU, *Conflicts of interest and duty. A comparative analysis in Anglo-Japanese Law*, The Hague-London-Boston, 1999.
- NAPOLEONI VALERIO, *Insider trading*, voce *Dig. disc. pen.*, *Agg.*, ****, A-I, Torino, 2008, 571.
- NAVARRETTA EMANUELA, *L'ingiustizia del danno e i problemi di confine tra responsabilità contrattuale e extracontrattuale*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, vol. IV, t. 3, *Attuazione e tutela dei diritti. La responsabilità ed il danno*, coordinato da Zoppini, Milano, 2009, 233.
- NENOVA TATIANA, *The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, 325.
- NERVI ANDREA, *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 843.
- NICOLUSSI ANDREA, *Il commiato della giurisprudenza dalla distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 797.
- NISKANEN WILLIAM A., *Bureaucrats and politicians*, in *Journal of Law & Economics*, 1975, 617.
- NORTH GILL, *The corporate disclosure co-regulatory model: dysfunctional and rules in limbo*, in *Australian Business Law Review*, 2009, 75.
- NOTE, *ould the Sec expand nonfinancial disclosure requirements?*, in *Harvard Law Review*, 2002, 1433.
- NOWLAND JOHN, *The effect of national governance codes on firm disclosure practices: evidence from analyst earnings forecasts*, in *Corporate governance*, 2008, 475.
- NTUK E., *Art. 114*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1998, 83.
- O' CONNOR BRIAN J., *Ireland*, in *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*, ed. Gaillard, Deventer, 1992, 103.
- ODA HIROSHI, *Japanese Law*, Oxford-New York, 2009.
- ONETTO ANDRES E.-HERRERA MARIA MARTA, *Enforcement of insider trading regulations in Argentina. Supreme Court's first ruling and parallels with US regulation*, in *Butterworths journal of international banking and financial law*, 2007, 541.
- ONZA MAURIZIO-SALAMONE LUIGI, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, I, 567.
- OPPO GIORGIO, *Formazione e nullità dell'assegno bancario*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 153.
- OPPO GIORGIO, *Osservazioni generali*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 307.
- PACLOT YANN, *Les propositions du groupe de travail sur la dépenalisation de la vie des affaires visant à supprimer le cumul de sanctions pénale et administrative en matière financière*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2008, fasc. 2, 1.

- PALÁ LAGUNA REYES-GUERRA MARTÍN GUILLERMO, *El real decreto 1333/2005, sobre abuso del mercado en la perspectiva del Derecho de Sociedades*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2006, n. 26, 119.
- PALMIERI ALESSANDRO-PARDOLESI ROBERTO, *Il commento*, in *Danno e responsabilità*, 1999, 980.
- PARALUPI, ALESSANDRO, *La disciplina dell'informazione societaria e della comunicazione finanziaria*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amorosino, Milano, 2008, 295.
- PARDOLESI PAOLO, *Arricchimento da fatto illecito: dalle sortite giurisprudenziali ai tormentati slanci del legislatore*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2006, 523.
- PARDOLESI ROBERTO-MOTTI CINZIA, «L'idea è mia!»: *lusinghe e misfatti dell'economics of information*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1990, 345.
- PAREDES TROY, *Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003, 417.
- PARKER GEORGE F., *Note: the regulation of insider trading in Japan: introducing a private right of action*, in *Washington University Law Quarterly*, 1995, 1399.
- PARMEGGIANI FEDERICO, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 121.
- PARTRIDGE ROGER-WILSON JESSE, *Insider trading and fundamental rights*, *The New Zealand Law Journal*, 2007, 271.
- PASSAGNOLI GIOVANNI, *Il contratto illecito*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, II, *Regolamento*, Milano, 2006, 435.
- PATRONI GRIFFI ANTONIO, *I rapporti di gruppo*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate, Atti del convegno di studio. Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998)*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998, 273.
- PEARSON GAIL, *Financial Services Law and Compliance in Australia*, Port Melbourne New York, 2009.
- PEDERZINI ELISABETTA, *Art. 114*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 976.
- PEDERZINI ELISABETTA, *Art. 115-bis*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 994.
- PEDERZINI ELISABETTA, *Art. 181*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 1019.
- PEDERZINI ELISABETTA, *Note introduttive*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 973.
- PEDRAZZI CESARE, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, 1661.
- PENNISI ROBERTO, *Attività di direzione e poteri della capogruppo nei gruppi bancari*, Torino, 1997.
- PERNAZZA FEDERICO, *Società quotate e autorità di vigilanza: poteri conformativi e poteri sanzionatori a confronto*, in *Riv. soc.*, 1487.
- PERRONE ANDREA, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2002, II, 19.
- PERRONE ANDREA, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2006, I, 372.
- PERRONE ANDREA, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.
- PERRONE ANDREA, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore in-*

- colpevole o «copertura assicurativa» per investimento sfortunato?*, in *Banca impresa società*, 2008, 389.
- PERRONE ANDREA, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di Perrone, Milano, 2008, 31.
- PESCI DANIELA, *Aggiornamento del modello organizzativo nelle società quotate*, in *Dir. prat. soc.*, 2008, dicembre, 20.
- PETERSEN MITCHELL A., *Information: hard and soft*, 2004, 1, rinvenibile sul sito <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/petersen/htm/papers/softhard.pdf>.
- PETRACCI BARBARA, *Informativa societaria e internal dealing: una verifica empirica sul mercato italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2006, 221.
- PETRONE MARINO, *L'insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, 1991, I, 329.
- PETTIFER NICHOLAS, *Are banks abusing stabilisation?*, in *International Financial Law Review*, 2009, october, 26.
- PFEIL URSULA, *Finanzplatz Deutschland: Germany enacts insider trading legislation*, in *The American University Journal of International Law & Policy*, 1996, 137.
- PICKHOLTZ MARVIN G., *Securities crimes*, St. Paul, 2007-2008 (loose-leaf).
- PICONE LUCA, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 234.
- PINARDI MARCO, *La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II, 349.
- PINTO ARTHUR R.-BRANSON DOUGLAS M., *Understanding Corporate Law*, Newark NJ, 2004.
- PINTO VINCENZO, *La responsabilità degli amministratori per «danno diretto» agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 891.
- PISANI NICOLA, *Controlli societari e responsabilità da reato degli enti*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, I, 100.
- PISCITELLO PAOLO, *Art. 114*, in *Testo unico della finanza, Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, II, 949.
- PLAIA ARMANDO, *Proprietà intellettuale e risarcimento del danno*, Torino, 2005.
- PLATTNER LUKAS, *Innovazioni nel sistema informativo societario e disciplina dell'«insider dealing»*, in *Dir. e prat. soc.*, 2006, n. 24, 2 gennaio, 6.
- POLLIO NICOLETTA, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128.
- PONZANELLI GIULIO, *Corte Costituzionale e responsabilità civile: rilievi di un privatista*, in *Foro it.*, 1988, I, 1057.
- PONZANELLI GIULIO, *Il commento*, in *Danno e responsabilità*, 1999, 984.
- PORTALE GIUSEPPE B., *Il disegno di legge sulla tutela del risparmio: note introduttive*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Associazione Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, 1.
- PORTALE GIUSEPPE B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*,

- in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 1169.
- PORTALE GIUSEPPE B., *La disciplina dell'insider trading nella Repubblica Federale di Germania*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1989, I, 307.
- PORTALE GIUSEPPE B., *La mancata attuazione del conferimento in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, 1***, 569.
- PORTALE GIUSEPPE B., *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, I, 2.
- PORTALE GIUSEPPE B., *Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1998, 1.
- PORTALE GIUSEPPE B., *Un nuovo capitolo del governo societario: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, 1.
- PORTALE GIUSEPPE B.-DOLMETTA ALDO ANGELO, *Limiti di rimborsabilità delle spese per assistenza legale sopportate da amministratori di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 349.
- POSNER RICHARD A., *A failure of capitalism. The crisis of '08 and the descent into depression*, Cambridge, London, 2009.
- PREITE DISIANO, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476.
- PRENTICE ROBERT A.-DONELSON DAIN C., *Insider trading as a signaling device*, in *American Bus. Law Jour.*, 2010, 1.
- PREZIOSI STEFANO, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008.
- PROCCHI FEDERICO, *"Giustizia contrattuale" e dolus incidens. Considerazioni a margine di una particolare ipotesi di responsabilità precontrattuale*, in *Diritto e formazione*, 2004, 379.
- PSARAKIS GEORGE, *One share – one vote and the case for a harmonised capital structure*, in *Europ. Bus. Law Review*, 2008, 709.
- PUGLIATTI SALVATORE, *Alterum non laedere, c) Il diritto positivo e le dottrine moderne*, in *Enc. dir.*, Milano, 1958, II, 98.
- QU CHARLES ZHEN, *An outsider's view on China's insider trading law*, in *Pacific Rim Law and Policy Journal*, 2001, 327.
- QU CHARLES ZHEN, *How statutory civil liability is attributed to a company: an Australian perspective focusing on civil liability for insider trading by companies*, in *Monash University Law Review*, 2006, 177.
- QU CHARLES ZHEN, *The efficacy of insider trading civil liability regime in the Corporations Act*, in *Australian Journal of Corporate Law*, 2002, 161.
- QUO SHIRLEY, *Conflict of interest, insider trading and misleading or deceptive conduct: ASIC v. Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd.*, in *Company Lawyer*, 2008, 120.
- RABITTI BEDOGNI CARLA, *Note sui doveri di informazione delle società quotate*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 467.

- RACUGNO GABRIELE, *Internal dealing: le persone giuridiche controllate da un soggetto rilevante*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 393.
- RAGUSA MAGGIORE GIUSEPPE, *Insider trading e correttezza nel mercato dei valori mobiliari in attesa della legge*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 327.
- RAGUSA MAGGIORE GIUSEPPE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969.
- RAJAN SHRUTI-SHROFF RISHABH, *India insider trading*, in *International Financial Law Review*, 2008, fasc. agosto, 48.
- RAVAZZONI ALBERTO, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, in *Studi in memoria di Guido Donatuti*, Milano, 1973, vol. II, 945.
- RAZZANTE RANIERI, *Contratti conclusi sul sistema telematico di borsa*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Torino, 2004, I, 433.
- REBOA MARCO, *Il consiglio di amministrazione: codici di autodisciplina e nuovo diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 819.
- REGOLI DUCCIO, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, 792.
- REGOLI DUCCIO, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 383.
- REGOLI DUCCIO, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. soc.*, 2008, 382.
- REGOLI DUCCIO, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996.
- Report on socially responsible investing trends in the United States*, 2005, rinvenibile sul sito www.socialinvest.org.
- RICCIO ANGELO, *I danni punitivi non sono, dunque, in contrasto con l'ordine pubblico interno*, in *Contr. impr.*, 2009, 854.
- RIDER BARRY, *Enforcement of finance services law with reference to insider dealing*, in *The fiduciary, the insider and the conflict. A compendium of essays*, ed. by Rider e Ashe, Dublin, 1995, 193.
- RIDER BARRY A.K., *L'attività di repressione dell'insider trading in Gran Bretagna*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 45.
- RIDER BARRY A.K., *Policing insider dealing in Britain*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 313.
- RIDER BARRY A.K.-ALEXANDER KERN-LINKLATER LISA, *Market abuse and insider dealing*, London, 2002.
- RIDER BARRY A.K.-ALEXANDER KERN-LINKLATER LISA-BAZLEY STUART, *Market abuse and insider dealing*, Haywards Heath, 2009.
- RIDER BARRY A.K.-FRENCH LEIGH H., *The regulation of insider trading*, New York, 1979.
- RIDER BARRY A.K.-NAKAJIMA CHIZU, *A comparative analysis on anti-insider dealing legislation in Britain, Japan and New Zealand*, in *Commercial Law in a*

- Global Context. Some Perspectives in Anglo-Japanese Law*, ed. by Rider, Tajima, Macmillan, London, 1998, 173.
- RIGAMONTI SILVIA, *Nuove quotazioni alla borsa italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, Milano (FrancoAngeli), 2005.
- RIGHINI ELISABETTA, *La disciplina dei mercati finanziari e l'informazione societaria*, in *Informazione, imprese e mercati finanziari efficienti*, a cura di Demartini, Milano, 2004, 27.
- RIGOTTI MARCO, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni-Griffi, Sandulli e Santoro, Torino 1999, 601.
- RIGOTTI MARCO, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni-Griffi, Sandulli e Santoro, Torino 1999, 1353.
- RIGOTTI MARCO, *Schema di decreto legislativo di attuazione della Direttiva «Transparency»*, in *Riv. soc.*, 2007, 1189.
- RISTUCCIA RENZO, *Diffusione tempestiva di notizie attinenti alla fusione di società quotate in borsa*, in *Riv. soc.*, 1991, 1691.
- ROBERT MAIRE-CLAUDE-SVETCHINE MICHEL, *Insider dealing – Remedies and enforcement in France*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 331.
- ROCK EDWARD, *Securities regulations lobster trap: a credible commitment theory of mandatory disclosure*, in *Cardozo Law review*, 2002, 675.
- RODOTÀ STEFANO, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964.
- ROJO ANGEL, *La protección de los inversores. La reacción legislativa ante los escándalos financieros en las sociedades cotizadas*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Associazione Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, 9.
- ROLFI FEDERICO, *L'investitore, le banche e l'insider trading: quale spazio per la tutela aquiliana?*, in *Corr. giur.*, 2004, 1642.
- ROMANO ROBERTA, *Empowering investors: a market approach to securities regulation*, in *Yale Law Journal*, 1998, 2359 (da cui si cita) e in *Comparative corporate governance*, ed. Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch, Prigge, Oxford, 1998, 143.
- ROMANO ROBERTA, *The advantage of competitive federalism for securities regulation*, Washington, 2002.
- ROMOLOTTI TOMMASO E., *Recepimento della direttiva «Market abuse» e nuove linee guida del CESR*, in *Società*, 2005, 1309.
- RONDINELLI, MICHELE, *La responsabilità dell'ente per gli abusi di mercato*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2007, 1103.
- RONTCHEVSKY NICOLAS, *Nouvelles précisions sur l'obligation d'information du public et le manquement d'initié*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2008, 299.
- ROPPO VINCENZO, *Il commento*, in *Danno e responsabilità*, 1999, 987.
- ROPPO VINCENZO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2002.
- ROPPO VINCENZO, *Il contratto*, nel *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2001.
- RORDORF RENATO, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 773.

- RORDORF RENATO, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Società*, 2005, 813.
- RORDORF RENATO, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Società*, 2010, 981.
- ROSE AMANDA M., *Reforming Securities litigation reform: restructuring the relationship between public and private enforcement of Rule 10b-5*, in *Securities Law Review*, 2009, 363 e in *Columbia Law Review*, 2008, 1301 (da cui si cita).
- ROSSI GUIDO, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 929.
- ROSSI GUIDO, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, 1083.
- ROSSI GUIDO, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in Rossi, *Trasparenze e vergogna. Le società e la borsa*, Milano, 1982, 185.
- ROSSI GUIDO, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, 905.
- RUBACK GREGORY D., *Master of puppets: how Japan's Ministry of Finance orchestrates its own reformation*, in *Fordham International Law Review*, 1998, 185.
- RUBENSTEIN SIMON, *The regulation and prosecution of insider trading in Australia: towards civil penalty sanctions for insider trading*, in *Company & Securities Law Journal*, 2002, 20, 89.
- RUFFOLO UGO, *Colpa e responsabilità*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, vol. IV, *Attuazione e tutela dei diritti*, III, *La responsabilità e il danno*, Milano, 2009, 54.
- RUFFOLO UGO, *Validità giuridica delle transazioni effettuate dall'insider e responsabilità dei partecipanti alle transazioni*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 345.
- RUGGERI PIERO, *Gli obblighi di disclosure delle società quotate: alcuni problemi interpretativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 519.
- RUGGIERO EUGENIO, *The regulation of insider trading in Italy*, in *Brooklyn Journal of International Law*, 1996, 157.
- RUTLEDGE G PHILIP, *Insiders conflicts in US and Japan, An american perspective*, in *The fiduciary, the insider and the conflict. A compendium of essays*, ed. by Rider e Ashe, Dublin, 1995, 149.
- RYAN PATRICK S., *Understanding director & officer liability in Germany For Dissemination of False Information: Perspectives From An Outsider*, in *German Law Journal*, 2003, 439.
- SABATINI GIOVANNI, *La legge sulla tutela del risparmio: le prossime tappe*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, a cura di Abbadessa e Cesarini, Bologna, 2007, 279.
- SACCO RODOLFO, *Il contratto*, I, di Sacco e De Nova, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Sacco, Torino, 2004.
- SALAFIA VINCENZO, *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Società*, 1999, 1029.
- SALANITRO NICCOLÒ, *Crisi economica e capitalizzazione*, relazione tenuta al Convegno *Il Diritto commerciale europeo di fronte alla crisi*, organizzato da *Orizzonti del Diritto commerciale*, Roma, 29-30 gennaio 2010.

- SALANITRO NICCOLÒ, *Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2003, 47.
- SALANITRO NICCOLÒ, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000.
- SALANITRO UGO, *Il risarcimento del danno all'ambiente: un confronto tra vecchia e nuova disciplina*, in *Riv. giur. dell'ambiente*, 2008, 939.
- SALANITRO UGO, *La nuova disciplina della responsabilità per danno all'ambiente*, in AA.VV., *Studi per Giovanni Nicosia*, Milano, 2007, vol. 7, 169.
- SALANITRO UGO, *Tutela dell'ambiente e strumenti di diritto privato*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, a cura di Maugeri e Zoppini, Bologna, 2009, 381.
- SALERNO SERGIO-COSTANTINO FRANCESCO, *Le sanzioni penali ed amministrative per gli intermediari ed i mercati; l'insider trading e la manipolazione*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amorosino, Milano, 2008, 375.
- SALVATI GIOVANNA GIADA, *Obblighi informativi e di rendicontazione relativi a prodotti e servizi qualificati come «etici» o «socialmente responsabili»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 90.
- SALVI CESARE, *La responsabilità civile*, in *trattato di Diritto privato* a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2005.
- SAMBUCCI LEOPOLDO, *Art. 2395*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 715.
- SÁNCHEZ CALERO FERNANDO, *Nueva reforma de la Ley del mercado de valores*, in *Revista de Derecho bancario y bursatil*, 2007, 269.
- SANFILIPPO PIERPAOLO M., *I codici di autodisciplina: nuovi profili di enforcement*, testo provvisorio relazione tenuta a Catania il, 2007, 1.
- SANFILIPPO PIERPAOLO M., *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 441.
- SANGIOVANNI VALERIO, *L'attuazione della direttiva sull'insider trading nel diritto tedesco*, in *Banca borsa titoli cred.*, 2000, 540.
- SANGIOVANNI VALERIO, *L'informazione c.d. continua o permanente nel dirittotedesco del mercato dei capitali*, in *Banca borsa titoli cred.*, 1998, 582.
- SANTECECCA DOMENICO, *Riorganizzazione dei mercati mobiliari. La Cassa di compensazione e garanzia*, in *Bancaria*, 1993, fasc. 2, 61.
- SANTI FRANCESCO, *La responsabilità delle «persone giuridiche» per illeciti penali e per illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2006, I, 81.
- SANTORIELLO CIRO, *La responsabilità amministrativa degli enti collettivi. Profili sostanziali*, in *La disciplina penale dell'economia. Fisco, banche, responsabilità penale delle società*, a cura di Santoriello, Torino, 2008, II, 281.
- SANTORO GUIDO, *Insider trading: profili civilistici*, in *Contr. e impresa*, 1992, 675.
- SANTOSUOSSO, DANIELE, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari nell'organizzazione delle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, III, 133.
- SANTOSUOSSO DANIELE, *Il principio di ragionevolezza nella remunerazione degli*

- amministratori*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 2, 359.
- SAPONARO ANGELO, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Società*, 2004, 767.
- SASSO COSIMO, *Crisi finanziaria e "fair value"*, in *Contratto e impresa*, 2010, 1112.
- SASSO LORENZO, *Listing and disclosure and transparency rules in U.K.: some highlights*, in *Contr. impr. Europa*, 2008, 1020.
- SCALISI VINCENZO, *Danno e ingiustizia nella teoria della responsabilità civile*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2004, 785.
- SCALISI VINCENZO, *Ingiustizia del danno e analitica della responsabilità civile*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, 29.
- SCALISI VINCENZO, *Interpretazione e teoria delle fonti nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 413.
- SCARPA DARIO, *Asimmetrie informative interorganiche nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 499.
- SCARPA, DARIO, *Organizzazione societaria come sistema informativo nelle società quotate*, Napoli, 2008.
- SCARPELLO ALDO, «*Il dolo incidente: una fattispecie "determinante per i criteri di separazione degli illeciti*», in *Nuova giur. civ. comm.*, 1997, I, 652.
- SCHAEKEN WILLEMAERS GAËTANE, *La transparence en droit financier*, in De Cordt e Schaecken Willemaers *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles, 2008, 239.
- SCHÄFER HANS-BERND-OTT CLAUS, *Economic effects of ECC insider trading regulation applied to Germany*, in *International Review of Law and Economics*, 1992, 357.
- SCHIUTO MAURIZIO-SPADA PAOLO, *Il tipo della società per azioni*, in *Tipo – Costituzione – Nullità*, 1, 1, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, 1.
- SCHILLER SOPHIE, *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée*, in *Droit des sociétés*, *Revue Mensuelle*, 2009, août-septembre, 6.
- SCHLESINGER PIERO, *Mercati, diritto privato, valori*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 325.
- SCHMIDT HARTMUT, *Disclosure, insider information and capital market functions*, in *Corporate governance and directors' liabilities*, edited by Hopt and Teubner, Berlin New York, 1985, 338.
- SCHMIDT HARTMUT, *Insider regulation and economic theory*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 21.
- SCHOLES MYRON S., *The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices*, in *The Journal of Business*, 1972, 179.
- SCHOUTEN MICHAEL C., *The case for mandatory ownership disclosure*, in *Stanford Journal of Law*, (forthcoming) rinvenibile sul sito www.ssrn.com, april 21 2009.
- SCHUMPETER JOSEPH A., *Capitalismo, Socialismo, Democrazia*, Milano, 1973 (tit. orig. *Capitalism, Socialism and democracy*).

- SCHWARZE HANS-JOACHIM, *The european insider dealing directive and its impact on the Member States, particularly Germany*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 151.
- SCOGNAMIGLIO CARLO, *Mercato dei capitali, borse valori e finanziamento delle imprese industriali*, Milano, 1976.
- SCOGNAMIGLIO CLAUDIO, *Ingiustizia del danno*, in *Enc. giur.*, Roma, 1996, XVII, 1.
- SCOGNAMIGLIO VITTORIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Società*, 2008, 455.
- SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA (SEBI), *Consultative paper on amendments to SEBI (prohibition of insider trading) regulations 1992*, 4 marzo 2008, rinvenibile sul sito www.sebi.gov.in.
- SECURITIES COMMISSION NEW ZEALAND, *Guide on insider trading*, rinvenibile sul sito www.newsecuritieslaw.govt.nz/.
- SELIGMAN JOEL, *The historical need for a mandatory corporate disclosure system*, in *The Journal of Corporation Law*, 1983, 1.
- SELIGMAN JOEL, *The reformulation of federal securities law concerning nonpublic information*, in *Georgetown Law Journal*, 1985, 1083.
- SEMINARA SERGIO, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (III)*, in *Diritto penale e processo*, 2006, 9.
- SEMINARA SERGIO, *Articolo 180*, in *Testo unico della finanza, Commentario*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, III, 1451.
- SEMINARA SERGIO, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, 331.
- SEMINARA SERGIO, *Gli interessi tutelati in rapporto ai soggetti attivi della fattispecie penale*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 349.
- SEMINARA SERGIO, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1998, II, 322.
- SEMINARA SERGIO, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.
- SEMINARA SERGIO, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Diritto penale e processo*, 2006, 549.
- SEMINARA SERGIO, *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1990, 545.
- SEPE MARCO, *Nuovi profili della disciplina sugli abusi di mercato*, 2004, rinvenibile sul sito www.cassaforense.it.
- SEPE MARCO, *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2005, II, 739.
- SERIO MARIO, *La responsabilità civile e la stagione dei doveri*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, 401.
- SFAMENI PAOLO, *Art. 114*, in Marchetti-Bianchi (a cura di), *La disciplina delle società quotate Commentario*, Milano, 1999, 509.

- SFAMENI PAOLO, *Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 265.
- SFAMENI PAOLO, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto societario: appunti in tema di doveri degli amministratori e organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, 154.
- SGUBBI FILIPPO, *Abusi di mercato*, in *Enc. dir., Annali*, II, 2, Milano, 2008, 1.
- SGUBBI FILIPPO, *Le disposizioni generali*, in Sgubbi, Fondaroli e Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario, Lezioni*, Padova, 2008, 5.
- SGUBBI FILIPPO, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 340.
- SHAPIRO CARL-VARIAN HAL R., *Information rules. A strategic guide to the network economy*, Boston, 1999.
- SHAVELL STEVEN, *Fondamenti dell'analisi economica del diritto*, Torino, 2005, tit. orig. *Foundations of economic analysis of law*, Cambridge, Mass., 2004.
- SHIN JHINYOUNG, *The optimal regulation of insider trading*, in *Journal of financial intermediation*, 1996, 49.
- Singapore Document 1: Stock Exchange of Singapore Limited Listing Manual*, in Bloomenthal Harold S.-Wolff Samuel, *International capital markets and securities regulation*, vol. 10 H, St. Paul, 2003-2004 (*loose-leaf*), App. SI-1.
- SIRENA, PIETRO, *Il risarcimento dei c.d. danni punitivi e la restituzione dell'arricchimento senza causa*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, 531.
- SOLIMENA LUIGI, *La direttiva sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 1054.
- SOROS GEORGE, *Cattiva finanza*, Roma, 2008.
- SOTTORIVA CLAUDIO, *La nuova informativa regolamentata «continua» per le società quotate*, in *Società*, 2008, 533.
- SPADARO GIUSEPPE, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: nota a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2007, II, 506.
- SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *Il risarcimento del danno nel Codice della proprietà industriale. Appunti sull'art. 125 c.p.i.*, in *Riv. dir. ind.*, 2009, 149.
- SPOLIDORO MARCO SAVERIO, *L'enforcement del diritto dei mercati finanziari in un libro recente*, in *Riv. soc.*, 2009, 157.
- STAGNO D'ALCONTRES ALBERTO, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Banca borsa*, 1999, I, 314.
- STAIKOURAS PANAGIOTIS K., *Four years of madness? – The new market abuse prohibition revisited: integrated implementation through the lens of a critical, comparative analysis*, in *European Business Law Review*, 2008, 775.
- STAIKOURAS, PANAGIOTIS K., *The conundrum of the Market Abuse Directive preventative measures for eu financial services' integration: in search of equilibrium between market integrity enhancement and undue replatory encumbrance*, in *Legal issues of economic integration*, 2008, 351.
- STEINBERG MARC I., *Understanding Securities Law*, Newark, 2007.
- STEINBERG MARC I.-GOLDMAN ROBIN M., *Issuer affirmative disclosure obligations – An analytical framework for merger negotiations, soft information, and bad news*, in *Maryland Law Review*, 1987, 923.

- STEINBUCH ROBERT, *Mere thieves*, in *Maryland Law Review*, 2008, 570.
- STELLA PAOLO, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- STELLA RICHTER MARIO, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260.
- STELLA RICHTER MARIO, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 149.
- STIGLITZ JOSEPH E., *The international financial crisis: new rules and future outlook*, in *Bancaria*, 2009, fasc. 9, 2.
- STOKES DAVID, *Book review*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2009, 331.
- STOUT LYNN A., *The unimportance of being efficient: an economic analysis of stock market pricing and securities regulation*, in *Michigan Law Review*, 1988, 613.
- STRAMPELLI GIOVANNI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società*, in *Riv. soc.*, 2010, 395.
- SUK KIM HYUNG-SOO KIM NAM-WONG CALVIN, *Korea*, in *Governance and risk. An analytical handbook for investors, managers, directors, and stakeholders*, ed. by Dallas, New York, 2004, 476.
- SUMPTER MATT, *Securities law enforcement*, in *The New Zealand Law Journal*, 2008, 53.
- SVETCHINE MICHEL, *La repressione dell'insider trading nell'esperienza francese*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, Milano, 1992, 63.
- SWAN EDWARD J., *Market abuse regulation*, Richmond, 2006.
- TAJIMA YUTAKA, *Directors' duty of loyalty and insider dealings – A recent reform*, in *Commercial Law in a Global Context. Some Perspectives in Anglo-Japanese Law*, ed. by Rider, Tajima, Macmillan, London, 1998, 167.
- TARDIA IGNAZIO, *Buona fede e obblighi di informazione tra responsabilità precontrattuale e responsabilità contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2004, 724.
- The American Law Institute, Principles of Corporate Governance, Analysis and Recommendations*, 1994.
- THOMA GEORG F.-BERCK JONATHAN S., *Germany*, in *Insider trading. The laws of Europe, the United States and Japan*, ed. Gaillard, Deventer, 1992, 79.
- TISEO ANNA, *La direttiva 2003/6/ce relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, in *Diritto e formazione*, 2004, 1539.
- TISON MICHEL, *Financial market integration in the post-FSAP era. In search of overall conceptual consistency in the regulatory framework*, rinvenibile sul sito www.ssrn.com, 2006, 1.
- TOFFOLETTO ALBERTO, *Amministrazione e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle società*, Milano, 2006, 207.
- TOMBARI UMBERTO, *L'assicurazione della responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 1999, I, 180.
- TOMBARI UMBERTO, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082.

- TONELLO MATTEO, *Corporate governance e tutela del risparmio. Convergenza internazionale e competizione tra modelli regolamentari*, in *Trattato di Diritto commerciale di Diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, XXXV, Padova, 2006.
- TONELLO MATTEO, *Sulla trasparenza delle operazioni di amministratori, alti dirigenti e azionisti strategici di società quotate. La questione della tempestività*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1.
- TOPOL DAVID H., *Attacking plaintiffs-style damages during mediation of securities cases*, in *Professional Liability Underwriting Society Journal*, may-june 2004, 1.
- TORCK STEPHANE, *Modification dans la composition du capital de la société émettrice – Information du public*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2007, fasc. 6, 64.
- TRAISCI FRANCESCO PAOLO, *Riflessioni in tema di diritto del socio all'informazione: esperienze giuridiche a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 497.
- TRANIELLO S., *Art. 180*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1998, 409.
- TRAVERSI ALESSANDRO-GENNAI SARA, *Diritto penale commerciale*, Padova, 2008.
- TRAVI ALDO, *La giurisprudenza della Cassazione sul risarcimento dei danni per lesione di interessi legittimi dopo la sentenza delle sezioni unite 22 luglio 1999, n. 500/SU*, in *Foro it.*, 2004, I, 794.
- TRIDIMAS TAKIS, *Insider trading: european harmonisation and national law reform*, in *The International and Comparative Law Quarterly*, 1991, 919.
- TRIMARCHI PIETRO, *Illecito (Diritto privato)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1970, XX, 90.
- TRIPODI ANDREA FRANCESCO, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazioni al pubblico ex art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 315.
- TRIPODI ANDREA FRANCESCO, *L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate*, in Sgubbi-Fondaroli-Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario, Lezioni*, Padova, 2008, 81.
- TRIPODI ANDREA FRANCESCO, *Rapporti tra procedimenti e ruolo della Consob*, in Sgubbi, Fondaroli e Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario, Lezioni*, Padova, 2008, 175.
- TUCCI ANDREA, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contraendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2007, II, 632.
- TUCCI ANDREA, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 1, 615.
- TUCCI ANDREA, *Vigilanza sugli intermediari finanziari e responsabilità civile della Consob*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2009, II, 486.
- UGOLINI SONIA, *L'abuso del potere legislativo e la responsabilità aquiliana dello Stato*, in *Contr. impr.*, 2008, 646.
- ULMER PETER, *L'"insider trading" nel diritto tedesco*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 1331.
- UNZICKER FERDINAND, *Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen – Aktuelle Bestandsaufnahme drei Jahre nach "Infomatec"*, in *Zeitschrift für Wirtschafts und Bankrecht*, 2007, 1596.

- URÍA FERNÁNDEZ FRANCISCO, *Las medidas españolas de respuesta frente a la crisis financiera*, in *Revista de Derecho bancario y bursatil*, 2009, luglio-settembre, 29.
- URWICK LYNDALE F., *L'organizzazione e la direzione aziendale*, Milano, 1973.
- VALENTI ALESSANDRO, *Insider trading (dir. pen.)*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1998.
- VELIOTIS STANLEY, *Rule 10b5-1 trading plans and insiders' incentive to misrepresent*, in *American Business Law Journal*, 2010, 313.
- VENAFRO EMMA, *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. e proc.*, 2007, 948.
- VENTORUZZO MARCO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole di mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003.
- VIANDIER ALAIN, *The legal theory of insider regulation in Europe*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 57.
- VICARI ANDREA, *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 4, 267.
- VIGO RUGGERO, *Il danno all'integrità del mercato finanziario*, relazione tenuta al convegno "I danni: verso quali prospettive?", Catania, 23-24 novembre 2007.
- VIGORITI VINCENZO, *Class action e azione collettiva risarcitoria. La legittimazione ad agire ed altro*, in *Contr. e impr.*, 2008, 729.
- VILLA GIANROBERTO, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993.
- VISENTINI GUSTAVO, *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi e le riforme*, in *Giur. comm.*, 2007, 695.
- VISENTINI GUSTAVO, *Le nuove frontiere del Diritto commerciale nella crisi economica*, in *Dir. fall.*, 2009, I, 593.
- VISINTINI GIOVANNA, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972.
- WANG WILLIAM K.S., *The "contemporaneous" traders who can sue an inside trader*, in *Hastings Law Journal*, 1987, 1175.
- WANG WILLIAM K.S.-STEINBERG MARC I., *Insider trading*, New York, 2008.
- WARDE JOHN-REID KIM, *Petas heralds new route for securities enforcement*, in *International Financial Law Review*, 2005, fasc. april, 57.
- WEBER MAX, *Economia e società*, titolo originale *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen, 1922, trad. italiana a cura di Rossi e altri, Milano, 1968, II.
- WEIGMANN ROBERTO, *Insider trading*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989.
- WEIGMANN ROBERTO, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974.
- WEIGMANN ROBERTO, *Società per azioni*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, XIV, Torino, 1997, 338.
- WELTER PIERRE, *Ragioni di un intervento della CEE nel campo dell'insider trading*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 93.
- WILGUS HORACE LAFAYETTE, *Purchase of shares of corporation by a director from shareholder*, in *Michigan Law Review*, 1910, 267.

- WILLIAMS CYNTHIA A., *The Securities and Exchange Commission and corporate social transparency*, in *Harvard Law Review*, 1999, 1197.
- WONG PETER M.O., *Insider trading regulation of law firms: expanding ITSFEA's policy and procedures requirement*, in *Hastings Law Journal*, 1993, 1159.
- WYMEERSCH EDDY, *Securities clearing and settlement: regulatory developments in Europe*, in *Investor protection in Europe. Corporate Law making, the MiFID and beyond*, ed. Ferrarini e Wymeersch, Oxford, 2006, 465.
- WYMEERSCH EDDY, *The insider trading prohibition in the EC Member States: a comparative overview*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 65.
- YAMASHITA HIDEAKI, *Corporate disclosure and the stock exchange – A Japanese case*, in *L'informazione societaria, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, 1373.
- ZABALA BRUNO, *France's implementation of the market abuse directive*, in *International Financial Law Review*, 2007, June, 48.
- ZANARONE GIUSEPPE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadesse e Portale, Torino, 2006, 1, 55.
- ZANELLI ENRICO, *Amministratori di società e attività di insider*, in *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. "L'insider trading"*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1992, 365.
- ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di Galgano e Visintini, *Trattato di Diritto commerciale di Diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, XLIII, Padova, 2006, 157.
- ZIMMER DANIEL, *Die Selbstbefreiung – Achillesferse der Ad-hoc-Publizität?*, in *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag*, München, 2009, 669.
- ZINGALES LUIGI, *The costs and the benefits of financial market regulation*, working paper, 2004, rinvenibile sul sito www.ecgi.org.
- ZINGG ANDREAS-LANG SEBASTIAN-WYTENBACH, DANIELA, *Insider trading in the Swiss Stock Market*, 2007, rinvenibile sul sito www.ssrn.com.
- ZOPPINI ANDREA, *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, in Maugeri e Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 9.
- ZURITA JAIME, *The Spanish system of insider trading regulation*, in *European insider dealing – Law and practice*, edited by Hopt e Wymeersch, London, Boston, Dublin etc., 1991, 185.
- COMMISSIONE EUROPEA
- COMMISSIONE EUROPEA, *Call for evidence on Market Abuse Directive*, 2009, rinvenibile on line sul sito http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

GIURISPRUDENZA ITALIANA

CORTE COSTITUZIONALE

Corte Costituzionale, 1-14 dicembre 2004, n. 382, in *Giur. comm.*, 2005, II, 107

Corte Costituzionale, 30 dicembre 1987, n. 641, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

CORTE DI CASSAZIONE

Cass., 16 gennaio 2009, n. 975, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., Sez. Unite, 11 novembre 2008, n. 26972, in *Corr. Giur.*, 2009, 48

Cass., Sez. Unite, 11 gennaio 2008, n. 577, rinvenibile nella banca dati *on line De Jure*

Cass. Sez. Unite, 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Società*, 2008, 449

Cass., 19 luglio 2007, n. 16031, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 3 aprile 2007, n. 8359, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, in *Foro it.*, 2007, I, 1097

Cass., 13 dicembre 2006, n. 26690, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 10 luglio 2006, n. 26943, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 20 aprile 2006, n. 9253, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 25 luglio 2005, n. 15916, rinvenibile in www.ilcaso.it, (ord.)

Cass., 15 marzo 2005, n. 5549, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 111

Cass., 3 marzo, 2001, n. 3132, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 1

Cass. Sez. Unite, 22 luglio 1999, n. 500, in *Europa e Dir. priv.*, 1999, 1221

Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 11 ottobre 1994, n. 8295, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 1 aprile 1994, n. 3216, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 3 aprile 1991, n. 3468, rinvenibile nella banca dati *Juris Data*

Cass., 25 luglio 1986, n. 4755, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I, 386

Cass., 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giust. civ.*, 1982, 1745

Cass., 8 gennaio 1982, n. 76, in *Foro it.*, 1982, I, 393

TRIBUNALI

- Trib. Roma, 28 aprile 2008, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 131
 Trib. Milano, ord., 18 gennaio 2008, in *Società*, 2009, 1031
 Trib. Milano, 20 marzo 2007, in *Giur. comm.*, 2009, II, 495
 Trib. Milano, 14 marzo 2007, in *Il merito*, 2007, 9 38
 Trib. Milano, 21 dicembre 2006, in *Danno e responsabilità*, 2007, 791
 Trib. Milano, 25 ottobre 2006, in *Diritto e pratica delle società*, 2007, fasc 20, 75
 (da cui si cita) e in *Corr. merito*, 2007, 767
 Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 96
 Trib. Milano, 14 febbraio 2004, in *Foro it.*, 2004, I, 1581 e in *Società*, 2005, 110
 (da cui si cita)
 Trib. Brescia, 25 giugno 2002, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, II, 708
 Trib. Milano, 30 ottobre 1999, in *Riv. trim dir. pen. econ.*, 2001, 255
 Trib. Milano, 21 ottobre 1999, 554 in *Giur. it.*, 2000, 554
 Trib. Siracusa 10 aprile 1997, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1998, II, 319
 Trib. Roma, 15-23 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, 207 ss.

GIURISPRUDENZA COMUNITARIA

- Corte di Giustizia UE, 10 maggio 2007, causa C-391/04, in *Foro it.*, 2007, IV, 367
 Corte di Giustizia UE, 22 novembre 2005, C-384/02, rinvenibile sulla banca dati
Juris Data

GIURISPRUDENZA STRANIERA

- Supreme Court*, United States v. O'Hagan, 96-842, *june* 25, 1997, rinvenibile su
Lexis Nexis e in *Giur. Comm.*, 1998, II, 701
Supreme Court, Basic Inc. v. Levinson, 86-279, *march* 7, 1988 rinvenibile su *Lexis
 Nexis*
Supreme Court of the United States, Chiarella v. United States, *march* 18, 1980, 445
 U.S. 222, rinvenibile su *Lexis Nexis*
Supreme Court of the United States, TSC Industries, inc. v. Northway, inc., no. 74-
 1471, *june* 14, 1976, 426 u.s. 438, rinvenibile su *Westlaw*
Supreme Court of the United States, Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421
 U.S. 723, *june* 9, 1975, rinvenibile su *Lexis Nexis*
Supreme Court of the United States, Kern County Land Co. v. Occidental Petro-
 leum Corp., 71-1059, *May* 7, 1973, 411 U.S. 582, rinvenibile su *Lexis Nexis*
Supreme Judicial Court of Massachusetts, Goodwin v. Agassiz, *june* 27, 1933, 283
 Mass. 358; 186 N.E. 659, rinvenibile su *Lexis Nexis*
United States Court of Appeals for the First Circuit, SEC v. Sargent, *may* 15, 2003,
 329 F.3d 34, rinvenibile su *Westlaw*
United States Court of Appeals for the Sixth Circuit, Murphy v. Sofamor Danek
 Group Inc., *august* 14, 1997, 123 F.3d 394, rinvenibile su *Lexis Nexis*

- United States Court Of Appeals for the Second Circuit*, Kronfeld v. Trans World Airlines, november 2, 1987, 832 F.2d 726, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals for the Fifth Circuit*, Texas International Airlines v. National Airlines Inc., september 15, 1983, 714 F.2d 533, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals for the Second Circuit*, Reiss v. Pan American World Airways, june 29, 1983, 711 F.2d 11, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals for the Second Circuit*, Wilson v. Comtech Telecommunications Corp., april 29, 1981, 648 F. 2d 88, rinvenibile su *Westlaw*
- United States Court of Appeals for the Second Circuit*, Elkind v. Ligett & Myers, Inc., december 4, 1980, 635 F.2d 156, rinvenibile su *Westlaw*
- United States Court of Appeal, Seventh Circuit*, Freeman v. Decio, september 20, 1978, 584 F.2d 186, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals for the Second Circuit*, SEC v. Geon Industries, february 9, 1976, 531 F.2d 39, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals for the Second Circuit*, Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co., june 10, 1971, 446 F.2d 1301, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States Court of Appeals Second Circuit*, Birnbaum v. Newport Steel Corp., january 10, 1952, 193 F.2d 461, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States District Court for the Southern District of New York*, SEC v. World-Com Inc., july 7, 2003, 273 F. Supp. 2d 431, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- United States District Court; S.D. New York*, Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 95377, december, 9, 1975 WL 437, rinvenibile su *Westlaw*
- United States District Court for the Southern District Of New York*, Ross v. Licht, february 6, 1967, 263 F. Supp. 395; rinvenibile su *Lexis Nexis*
- New York Court of Appeals*, Diamond v. Oreamuno 248, N.E.2d 910, N.Y. may 15, 1969, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- In re Sharon Steel*, Exchange Act of 1934, SEC, Release No. 18271, november 19, 1981, rinvenibile su *Lexis Nexis*
- House of lords*, White v Jones, [1995] 1 All ER 691.
- Bundesgerichtshof*, 4 giugno 2007, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2008, 76
- Cass. Com.*, 27 febbraio 1996, in *Recueil de jurisprudence Dalloz*, 1996, 518

AUTORITÀ DI VIGILANZA

CONSOB

Comunicazione Consob, 28 marzo 2006, rinvenibile sul sito www.consob.it

RICHIESTE DI DIVULGAZIONE DI INFORMAZIONI AI SENSI DELL'ART. 114 T.U.F.

Arena s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2007, 9 1, 20

Banca Popolare dell'Emilia Romagna srl e Banca Popolare di Milano srl, in *Bollettino Consob*, 2007, 3 1, 18

Finmeccanica s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2007, 8 2, 12

Fullsix s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2008, 4 2, 18
Gemina spa, in *Bollettino Consob*, 2007, 5 1, 193
Isagro s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2008, 5 1, 89
Mittel, in *Bollettino Consob*, 2007, 3 1, 18
Omnia Network s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2008, 11 1, 29
Risanamento s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2007, 8 1, 18
Risanamento s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2008, 10 1, 20
Snia s.p.a., in *Bollettino Consob*, 2007, 7 2, 28

AMF

AMF, *commission des sanctions, déc.*, 10 mai 2007, riferimenti in *Revue de droit bancaire et financier*, 2007, fasc. 6, 64

BAFIN

BAFIN, *Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, 2005, rinvenibile sul sito www.bafin.de

FSA

FSA, *Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis*, march 2009, rinvenibile sul sito www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf
FSA, *UK implementation of the EU Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC). A consultation document*, 2004, rinvenibile sul sito www.fsa.gov.uk

SEC

SEC *Press release 2003-87*, 28 luglio 2003, rinvenibile sul sito <http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/2003press.shtml>

MERCATI REGOLAMENTATI

BORSA ITALIANA S.P.A.

Manuale del servizio di negoziazione dei mercati MTA e Espandi sulla piattaforma di negoziazione TradElect™, luglio 2008, versione 1.0
Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., 12 gennaio 2009

CASSA DI COMPENSAZIONE E GARANZIA S.P.A.

Condizioni Generali predisposte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia
Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia

TLX s.p.a.

Regolamento del mercato TLX

Finito di stampare nel mese di novembre 2010
nella Stampatre s.r.l. di Torino – via Bologna, 220