

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI

FEDERICO II

FACOLTA' DI SCIENZE POLITICHE

DOTTORATO DI RICERCA

IN

“SCIENZA POLITICA E ISTITUZIONI IN EUROPA”

XXI CICLO

(2005)

ANALISI DEGLI EFFETTI DELLA POLITICA COMUNITARIA

NEL MERCATO DEI CAPITALI DOMESTICI DEI PAESI MEMBRI:

LA «*MARKET ABUSE DIRECTIVE*»

COORDINATORE:

CH.MO PROF. RE RAFFAELE FEOLA

TUTOR:

CH.MO PROF. RE ASTOLFO DI AMATO

DOTTORANDO:

DR. ANDREA GUERRIERO

## INDICE

INTRODUZIONE.....	p. 4
CAPITOLO I	
<i>L'INSIDER TRADING</i> .....	p. 10
1.1 LE DIVERSE TEORIE RELATIVE ALL' <i>INSIDER TRADING</i> .....	p. 10
1.1.1 LE TEORIE SULLA LICEITÀ DELL' <i>INSIDER TRADING</i> .....	p. 10
1.1.2 LE TEORIE SULL'ILLICEITÀ DELL' <i>INSIDER TRADING</i> .....	p. 17
1.2 LE FONTI NORMATIVE SULL' <i>INSIDER TRADING</i> : DAL CODICE CIVILE DEL 1942 ALLA DIRETTIVA COMUNITARIA N. 89/592.....	P. 20
1.3 LA LEGGE 157/91: PRIMA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA DELL' <i>INSIDER     TRADING</i> .....	P. 28
1.4 IL DECRETO LEGISLATIVO N. 58/98 ("LEGGE DRAGHI") E IL TESTO UNICO DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.....	P. 32
1.5 LA LEGGE N. 61/2002 E IL NUOVO ARTICOLO 2637 COD. CIV.....	P. 51
1.6 LA DIRETTIVA 6/2003 E LA LEGGE COMUNITARIA 18 APRILE 2005, N. 62.....	P. 52
CAPITOLO II	
<i>L'INSIDER TRADING</i> E GLI ORDINAMENTI ESTERI. LA <i>MARKET     ABUSE DIRECTIVE</i> .....	P. 62
2.1 LE RAGIONI DI UNA COMPARAZIONE DELL' <i>INSIDER TRADING</i> .....	P. 62
2.2 <i>L'INSIDER TRADING</i> NELLA LEGISLAZIONE STATUNITENSE.....	P. 66
2.3 <i>L'INSIDER TRADING</i> NELLA LEGISLAZIONE BRITANNICA.....	P. 75
2.4 <i>L'INSIDER TRADING</i> NELLA LEGISLAZIONE FRANCESE.....	P. 80
2.5 <i>L'INSIDER TRADING</i> NELLA LEGISLAZIONE TEDESCA.....	P. 84
2.6 ANALISI DEI POTERI DEGLI ORGANI DI VIGILANZA: IL DIRITTO DI COMMUNARE SANZIONI.....	P. 87
2.7 DALL' <i>INSIDER TRADING</i> AL <i>MARKET ABUSE</i> .....	P. 89
2.8 LA NUOVA DEFINIZIONE DI AGGIOTAGGIO NEL <i>MARKET ABUSE</i> .....	P. 89

2.9	L'INTRODUZIONE DI SANZIONI AMMINISTRATIVE E L'INASPRIMENTO DELLE SANZIONI PENALI.....	P. 92
2.10	I GIORNALISTI E L' <i>INSIDER TRADING</i> : IL FENOMENO DELLO <i>SCALPING</i> .....	P. 94

### CAPITOLO III

	FUSIONI E ACQUISIZIONI DOPO L'ACCOGLIMENTO DELLA <i>MARKET ABUSE DIRECTIVE</i> .....	P. 99
--	--	-------

3.1	LA FASE DELLE TRATTATIVE.....	P. 101
3.2	L'INFORMAZIONE SOCIETARIA.....	P. 102
3.3	LA NUOVA DISCIPLINA.....	P. 110
3.4	I SOGGETTI INTERESSATI.....	P. 118
3.5	LE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE.....	P. 126

### CAPITOLO IV

	ALCUNI ESEMPI D' <i>INSIDER TRADING</i> . L'ACCERTAMENTO DELLA CONSOB LE CONDANNE DEI TRIBUNALI .....	P. 130
--	---	--------

4.1	INTRODUZIONE.....	P. 130
4.2	IL CASO BUSIELLO.....	P. 130
4.3	CASI DI <i>INSIDER TRADING</i> NEGLI ANNI '90.....	P. 134
4.4	LA CONDANNA DI ETTORE LONATI E EMILIO GNUTTI .....	P. 135
4.5	L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB DI ACCERTAMENTO E DI SANZIONE DELL' <i>INSIDER TRADING</i> .....	P. 140

	CONCLUSIONI.....	P. 145
--	------------------	--------

	BIBLIOGRAFIA.....	P. 150
--	-------------------	--------

## INTRODUZIONE

In questo lavoro intendo esaminare la direttiva comunitaria 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione di mercato (la “**Direttiva**”), che è stata adottata il 3 dicembre 2002<sup>1</sup> e ha sostituito la direttiva comunitaria 89/592/CEE sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*Insider Trading*)<sup>2</sup>.

Prima ancora di analizzare le ragioni ispiratrici dell'emanazione della Direttiva, nonché i suoi contenuti, ritengo indispensabile analizzare, in primo luogo, il mercato finanziario - il ruolo e l'importanza delle informazioni concernenti il suddetto mercato - e, poi, che cosa sia e che cosa si intenda per *Insider Trading*.

Il mercato finanziario ha assunto una consistenza impensabile fino a qualche anno fa ed ha subito una rapida evoluzione concentrata soprattutto nell'ultimo ventennio.

I suddetti fenomeni sono espressione del cambiamento che ha interessato l'intero sistema produttivo e commerciale mondiale.

Un passaggio fondamentale è rappresentato dalla trasformazione del mercato: da una concezione intesa come relazione spaziale si è passati ad un'altra concezione ben più moderna e sofisticata che considera il mercato come relazione tra persone che hanno convenienza a scambiarsi beni e servizi, senza porre l'accento sulla localizzazione nello spazio di soggetti e oggetti.

In questa relazione una particolare configurazione assume il mercato, che è un sistema di scambi di valori mobiliari organizzato, che mira all'efficienza attraverso l'osservanza di regole sulle transazioni in cui consiste questo scambio.

In questo mercato i beni scambiati, quali sono appunto i valori mobiliari, non hanno un'utilità finale, ma si esauriscono in vere e proprie situazioni giuridiche che incorporano aspettative di rendimento e di guadagno. Essi, infatti “*non si pesano, non si toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo*”, essi hanno essenzialmente

---

<sup>1</sup> G.U. 2003, L. 96/16, il testo italiano della direttiva fa riferimento agli “abusi di mercato”, mentre il testo in inglese parla di *market abuse*.

<sup>2</sup> G.U. 1989 L. 334/30.

consistenza giuridica, e il loro “*valore è in larga misura dipendente da vicende e prospettive sottostanti*”<sup>3</sup>.

In questo senso, l'efficienza di un mercato si misura dalla sua capacità di raccogliere, sintetizzare e rendere disponibili il complesso delle informazioni presenti nello stesso.

Il prezzo di uno strumento finanziario, in un mercato efficiente, può essere considerato come il risultato di questo processo di aggregazione di dati e elementi.

Per quanto attiene poi alla funzione svolta dai mercati finanziari, va detto che gli stessi sono chiamati a svolgere una triplice funzione:

- (i) devono permettere che il reddito accumulato dai risparmiatori venga trasformato in capitale d'investimento con il conseguente coinvolgimento dei risparmiatori/investitori nell'interesse delle imprese;
- (ii) devono consentire che la domanda e l'offerta dei titoli scambiati sui mercati finanziari si incontrino; e infine
- (iii) devono svolgere un'attività il cui scopo consiste nel fornire la corretta valutazione dei titoli scambiati sui mercati finanziari.

Al fine di verificare il compimento da parte del mercato delle suddette funzioni è necessario prendere come riferimento alcuni specifici suoi parametri come:

- a) la profondità, che consiste nella capacità da parte del mercato di fissare prezzi diversi da quelli precedentemente battuti;
- b) l'ampiezza, che è la velocità con cui il mercato risponde alle variazioni quantitative del numero degli investitori;
- c) l'elasticità, che è la capacità di attirare nuove proposte di negoziazione in grado di raggiungere di nuovo l'equilibrio in presenza di squilibri tra domanda e offerta;
- d) la frammentazione, che coincide con l'impossibilità di conoscere *a priori* le disponibilità degli altri operatori e, quindi, di negoziare con la migliore controparte; e
- e) il grado di perfezione e di efficienza.

---

<sup>3</sup> R. RORDORF , *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2002, I, p. 773.

Focalizzando l'attenzione sugli ultimi due concetti di cui alle precedenti lettere d) ed e), va detto che il mercato può dirsi perfetto nel momento nel quale tutti i soggetti che operano nel medesimo dispongono di un'assoluta omogeneità di informazioni, tutti gli investitori hanno le medesime informazioni sugli strumenti finanziari che vengono scambiati e sono in grado di conoscere con certezza le intenzioni operative di ognuno degli altri investitori e non sono in grado di influenzare con il proprio intervento l'intero andamento del mercato.

Per quanto attiene all'ultimo concetto appena espresso, va precisato che esistono tre tipi di efficienza:

- (i) valutativa;
- (ii) allocativa; e
- (iii) informativa.

Nel primo caso (*i.e.* efficienza valutativa) i prezzi degli strumenti finanziari che si formano corrispondono al loro effettivo valore intrinseco, ossia al loro livello di redditività nel lungo periodo.

Nel secondo caso (*i.e.* efficienza allocativa) il mercato è in grado di assicurare un'allocazione ottimale delle risorse.

Nel terzo caso (*i.e.* efficienza informativa) i prezzi degli strumenti finanziari si formano sulla base delle informazioni su di essi disponibili: i prezzi non considerano il valore intrinseco degli strumenti finanziari, ma le aspettative che gli operatori, valutate le informazioni a loro disposizione, hanno sull'evoluzione futura degli strumenti finanziari stessi.

Nonostante nella realtà il grado di efficienza informativa non sia completo, i legislatori dei diversi paesi caratterizzati da mercati finanziari ampi e attivi operano affinché tutti gli operatori economici abbiano accesso alle stesse informazioni.

Per perseguire questo obiettivo si impegnano a tutelare l'integrità dei mercati contrastando la presenza di quei comportamenti patologici oggetto del presente lavoro che vanno sotto il nome di abusi di mercato.

Gli abusi di mercato sono, sostanzialmente, riconducibili a due distinte fattispecie:

- (i) l'abuso di informazioni privilegiate (o *Insider Trading*<sup>4</sup>); e
- (ii) la manipolazione di mercato.

La fattispecie di cui al precedente punto (i) (*i.e.* l'abuso di informazioni privilegiate) indica l'attività di negoziazione di valori mobiliari effettuata, anche per interposta persona, di solito sui mercati organizzati, da parte di soggetti capaci in qualche modo di disporre di informazioni privilegiate relativamente a titoli azionari.

Invece la fattispecie di cui al precedente punto (ii) (*i.e.* la manipolazione di mercato) indica l'attività di colui che turba l'ordine del mercato divulgando notizie false, esagerate o tendenziose o adoperando altri artifici capaci di provocare un aumento o una diminuzione dei valori ammessi nelle liste di borsa.

Le due condotte appena definite si differenziano per due fondamentali aspetti: (a) l'elemento informativo e (b) il tipo di efficienza minacciata dalla loro presenza.

Per quanto attiene all'elemento informativo, mentre l'*Insider Trading* si configura con la presenza di alcuni soggetti (*Insiders*) meglio informati che traggono illecito vantaggio dal possesso di una reale informazione riservata, la manipolazione, invece, presuppone la diffusione di una notizia falsa, esagerata o, comunque, tale da trarre in inganno il pubblico.

Per quanto riguarda, invece, l'elemento di cui al precedente punto (b) (*i.e.* il tipo di efficienza minacciata), se l'*Insider Trading* minaccia l'efficienza sul piano informativo e anticipa gli effetti di una variazione del prezzo del titolo, la manipolazione, considerata una frode collettiva o una trappola tesa al grande pubblico, minaccia l'efficienza valutativo-allocazione in quanto, essendo basata sull'adozione di comportamenti diretti a falsare il corso dei titoli, impedisce ai prezzi di riflettere il valore intrinseco degli stessi.

Pertanto mentre nel primo caso il prezzo del titolo, una volta che il mercato entra in possesso delle notizie anticipatamente utilizzate dall'*Insider*, si modifica per posizionarsi al nuovo livello; nel secondo caso il prezzo del titolo interessato, una volta accertata la falsità della notizia, ritorna al livello precedentemente occupato.

---

<sup>4</sup> Per un approfondimento sul tema, cfr. M. BELCREDI, *Insider trading e tutela del mercato*, in "Finanza, Impresa e Mercati", 1990, 2, pp. 233 e ss.; e A. MANELLI, *L'insider trading*, in "Europa 984", 1991, pp. 823 e ss.

Negli ultimi anni, in seguito ad alcuni drammatici eventi<sup>5</sup> e ai più recenti scandali finanziari, la generica definizione di abuso di mercato è stata notevolmente ampliata e non comprende solo le due condotte appena descritte.

---

<sup>5</sup> Tra i drammatici eventi connessi in qualche modo alla presenza di abusi di mercato, posso ricordare l'attentato dell'11 settembre 2001. Nei giorni immediatamente precedenti la catastrofe, infatti, è stata riscontrata un'intensa attività di scambi azionari legata alle azioni delle compagnie aeree coinvolte nei dirottamenti. Nello specifico l'8 settembre 2001 grandi quantità di azioni della *United Airlines* – una delle due compagnie coinvolte – sono state vendute allo scoperto da investitori rimasti sconosciuti. I profitti di tali operazioni sono stati stimati in almeno \$ 2.770.000 a fronte di una spesa di soli \$ 207.000.



# CAPITOLO I

## **L'INSIDER TRADING**

### **1.1 LE DIVERSE TEORIE RELATIVE ALL'INSIDER TRADING**

Per comprendere appieno il fenomeno dell'*Insider Trading* e per analizzare le caratteristiche che la normativa in materia dovrebbe possedere, ritengo necessario analizzare le diverse teorie che sono state formulate relativamente a tale condotta.

La letteratura circa l'*Insider Trading* ha evidenziato che tale condotta può produrre effetti sia positivi sia negativi.

Per questa ragione, l'esigenza o meno di un intervento pubblico in materia è dipesa, inevitabilmente, dal peso attribuito alla considerazione dei primi piuttosto che dei secondi.

#### **1.1.1 LE TEORIE SULLA LICEITÀ DELL'INSIDER TRADING**

Una prima corrente di pensiero inaugurata da Manne<sup>1</sup> sostiene che la condotta considerata ha conseguenze prevalentemente benefiche sul sistema economico: essa, fondamentalmente, costituisce una semplice ed efficace soluzione ai problemi generati dalla separazione tra proprietà e controllo nella grande impresa.

In particolare, si osserva che, in seguito alla perdita del controllo sull'effettiva gestione dell'impresa da parte dei proprietari in favore di un *management* che non impegna in essa i suoi capitali, il principale pericolo è costituito dalla mancata coincidenza tra gli interessi del *management* e quelli degli azionisti.

Quest'ultima può causare una perdita di efficienza da parte dell'impresa e avere conseguenze negative anche a livello macroeconomico come una riduzione del tasso di crescita dell'economia e, al limite, uno stato di stagnazione.

In tale contesto gli autori appartenenti alla cosiddetta Scuola di Chicago sostengono che l'*Insider Trading* possa produrre sostanzialmente due effetti positivi: (i) da un lato si genera una maggiore coincidenza di interessi tra i *manager* e gli azionisti che dovrebbe assicurare una maggiore efficienza nella gestione e una migliore allocazione delle risorse; (ii) dall'altro, l'effettuazione di speculazioni sui titoli quotati

---

<sup>1</sup> H. MANNE, *Insider Trading and the stock market*, Free Press, New York, 1996

da parte di *Insiders* dovrebbe far muovere i prezzi di tali titoli più rapidamente verso un livello che considera anche le informazioni cui essi hanno accesso esclusivo, migliorando in tal modo la funzione segnaletica dei prezzi di mercato e, di conseguenza, ancora una volta, l'allocazione delle risorse.

Secondo i seguaci di Manne, dunque, la variazione dei prezzi conseguente alle speculazioni degli *Insiders* determina la creazione di nuovo valore e il profitto che questi possono conseguire non può essere definito realizzato a spese di alcuno.

In altre parole, dal momento che le speculazioni dell'*Insider* possono avere anche un effetto positivo sul corso dei titoli interessati, i suddetti autori non solo sottolineano un'assenza di danni, ma addirittura la presenza di un vantaggio per gli azionisti in seguito all'ammissibilità dello sfruttamento di informazioni privilegiate: il profitto conseguito dall'*Insider* rappresenta una sorta di remunerazione implicita ossia il prezzo che la collettività degli affari paga per l'aiuto fornito dall'*Insider* per il raggiungimento dell'efficienza del mercato.

In secondo luogo la liceità dell'*Insider Trading* consente ai *manager*, già legati stabilmente all'impresa di difendersi dalla perdita di valore dei titoli dell'emittente in loro possesso alienandoli più tempestivamente di qualsiasi investitore, rimediando in questo modo all'impossibilità di tutelarsi dalla stessa perdita di valore attraverso la diversificazione di portafoglio, tipica degli investitori razionali in un mercato efficiente.

A causa dei vari effetti positivi dell'*Insider Trading* proposti da tale teoria, essa è stata oggetto di numerose critiche.

In primo luogo è stato osservato che l'*Insider Trading*, nell'accezione indicata da Manne, non sarebbe teso a remunerare un'efficiente amministrazione della società, ma il mero possesso di informazioni riservate, favorevoli o meno alle prospettive della società, con la conseguenza di incentivare i *managers* a manipolare la diffusione delle informazioni sull'impresa in modo tale da produrre la massima reazione nella quotazione dei titoli.

In secondo luogo, nel caso in cui fossero omesse o diffuse informazioni errate da parte degli *Insiders* sarebbe necessario valutare gli effetti negativi derivanti dalla perdita di efficienza del mercato come la diminuzione della liquidità e l'aumento dei costi di transazione.

In terzo luogo, le argomentazioni utilizzate per giustificare l'attività dell'*Insider* si muovono in una logica estrinseca e sicuramente in contrasto con il principio comunemente accettato di parità di trattamento o del *market egalitarianism* che invita a perseguire un'indiscriminata eguaglianza di conoscenze e di opportunità fra tutti i risparmiatori.

A questo proposito Haft<sup>2</sup> ha realizzato un'accurata analisi sugli effetti che un eventuale *deregulation* dell'*Insider Trading* produrrebbe sull'efficienza delle più grandi società per azioni quotate degli Stati Uniti d'America.

Secondo tale autore, relativamente alla qualità delle decisioni prese al vertice dell'impresa si presentano scenari diversi a seconda che gli amministratori competano tra loro o decidano di cooperare e dividere i profitti ottenuti dalla speculazione sui titoli della società.

Per la società entrambi i casi elencati rappresentano una situazione negativa: nel primo caso la diffidenza che caratterizzerebbe i rapporti tra gli amministratori indebolirebbe irrimediabilmente la coesione tra i membri del consiglio, condizione fondamentale per la produzione di decisioni di alto livello qualitativo; alternativamente nel secondo caso gli amministratori potrebbero optare per una maggiore collaborazione volta a ottenere le migliori informazioni, speculare e dimettersi.

Di fronte al bisogno di protezione invocato dai fautori della regolamentazione Manne sottolinea che, poiché gli investitori che perdono a causa degli *Insiders* sono solo quelli che avevano già deciso, indipendentemente dalla presenza o meno di soggetti più informati, di operare su quei titoli specifici, la proibizione dell'*Insider Trading* non favorisce il piccolo risparmiatore, ma solo le banche d'affari e gli investitori professionali.

Contrari all'emanazione di una regolamentazione anti *Insider Trading* sono anche alcuni autori come Grossman<sup>3</sup>, che considera l'*Insider Trading* come uno strumento per finanziare a basso costo l'attività di ricerca e sviluppo delle imprese.

In altre parole, essi sostengono che le società abbiano interesse a sfruttare le proprie informazioni interne attraverso la collaborazione di *Insiders* per finanziare con

---

<sup>2</sup> R. HAFT, *The effect of Insider Trading, Rules on the Internal Efficiency on the Large Corporation*, in "Michigan Law Review", 1982, 80, pp. 1051 e ss.

<sup>3</sup> S. GROSSMAN, *An Analysis of the Role of Insider Trading on Futures Market*, in "Journal of Business", 1986, 59, pp. 129 e ss.

i profitti ottenuti gratuitamente, costose attività di ricerca, remunerative solo nel lungo periodo.

Questa tesi è soggetta a due critiche principali: da un lato, rilevanti e costose attività di ricerca non possono dipendere da finanziamenti eventuali e non pianificabili e, dall'altro, è contraddittorio assumere che l'impresa attualizzi tramite l'attività di alcuni *Insiders*, le informazioni sulle proprie strategie di espansione quando è suo specifico interesse, per tutelarsi anche dalla concorrenza, non portarle a conoscenza in modo diretto o indiretto.

A differenza degli appartenenti alla Scuola di Chicago, un secondo gruppo di studiosi, pur riconoscendo per gli agenti economici il rischio di un danno a causa dell'attività dell'*Insider*, sottolinea la capacità degli stessi di auto tutelarsi senza bisogno di una normativa specifica.

Tali autori, a loro volta, assumono due posizioni distinte:

(i) alcuni affermano che il problema della sufficienza dei rimedi applicabili dai singoli operatori coinvolti possa essere risolto solo con riferimento a casi di specie;

(ii) altri sposano la tesi dell'autotutela e sostengono che un intervento pubblico in materia sia ridondante o addirittura nocivo.

In generale, l'autodisciplina rivela la sua natura di compromesso fra le categorie economiche interessate che rinunciano ad un'illimitata libertà di azione evitando, però, un controllo penetrante sulla propria attività, e lo stato che attua una sorta di delega di funzioni in ragione della complessità di un'azione di supervisione diretta e dell'onerosità dei relativi costi.

Rispetto alla normativa statuale, in particolare, l'autodisciplina svolge un utile funzione complementare colmando eventuali lacune o fissando criteri interpretativi atti ad eliminare o, comunque, circoscrivere possibili dubbi.

Questa caratteristica si rivela ancora più utile se si considera l'estrema varietà di ipotesi relative all'*Insider Trading*.

Anche nel caso in cui si circoscriva la rilevanza del fenomeno alle sole contrattazioni di borsa, è innegabile che casi di *Insider Trading* possano manifestarsi in campi differenti e con riferimento a soggetti che rivestono le qualifiche più diverse con la conseguenza di una normativa farraginosa, se diretta alla completezza.

Al contrario, il pregio maggiore dell'autodisciplina è la flessibilità della normativa, caratterizzata da un'adesione alle esigenze e alle concrete modalità di agire dei soggetti interessati, che le disposizioni di legge, per il loro intrinseco carattere di generalità, non possono certamente possedere.

Naturalmente non deve essere tralasciata la condizione essenziale perché un sistema di autodisciplina possa essere creato ed operare fattivamente: è necessario che nell'ambiente in cui le norme sono destinate ad essere applicate sussista un'omogeneità che consenta agli organi di controllo di esercitare un'efficace azione di supervisione, imponendo le sanzioni previste per i casi di inottemperanza alla disciplina posta.

L'intero sistema si basa anche sulla coesione della categoria destinataria delle norme applicande in quanto se alle sanzioni non corrisponde un alto grado di sensibilità per il discredito connesso alla pubblicità dell'infrazione commessa, esse si riducono essenzialmente a forme di censura, che certamente non esplicano alcun effetto deterrente.

Relativamente all'autodisciplina è, a mio giudizio, opportuno ricordare i numerosi codici di condotta promulgati in Inghilterra da organismi autonomi come il *Conduct of Business Rules* e il *Core Rules* emanati dai *Securities and Investment Boards* e i vari codici adottati da alcune associazioni di categoria successivamente al *Financial Services Act* del 1986. In aggiunta si consideri anche il *City Code on Takeovers and Mergers*, il quale regola la materia dell'*Insider Trading* nel contesto delle operazioni di fusione e acquisizione. Ancora abbiamo il *Model Code of Securities Transactions* che, redatto dal *London Stock Exchange*, fornisce le linee guida per le transazioni effettuate dagli *Insiders* di una società quotata in borsa sulle azioni della società stessa e che per la materia disciplinata può essere associato al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A..

Infine, è opportuno sottolineare che un'attività di autoformazione deve essere affiancata dall'opera di sorveglianza del mercato, che si esplica nel controllo dei titoli, quanto meno di quelli maggiormente trattati, atto ad evidenziare movimenti anomali che facciano sorgere il fondato sospetto in ordine a possibili casi di *Insider Trading*.

Sono chiamati gli stessi organi di governo del sistema di autodisciplina ad esercitare un'attività di sorveglianza continua e a svolgere le indagini che possono

sfociare poi nell'applicazione delle sanzioni interne al sistema stesso e nell'instaurazione dei procedimenti di competenza degli organi statuali.

### 1.1.2 LE TEORIE SULL'ILLICEITÀ DELL' *INSIDER TRADING*

A questo punto l'analisi proposta si completa attraverso l'esposizione delle teorie degli autori che ritengono l'*Insider Trading* un fenomeno sostanzialmente negativo.

In particolare, esso può manifestare la sua influenza nei confronti del mercato, degli investitori e della società.

Per quel che riguarda il mercato, gli studiosi appartenenti a questa categoria sostengono che l'*Insider Trading* può ostacolare anziché accelerare, come sostenuto da Manne, la diffusione dell'informazione poiché l'*Insider* è incentivato a ritardare la *disclosure* proprio per poter sfruttare al meglio la situazione di asimmetria informativa che lo rende privilegiato e che, quindi, la condizione per l'efficiente funzionamento del mercato coincide con l'assenza di ritardi lesivi per le informazioni<sup>4</sup>.

Sempre in relazione al mercato, essi affermano che la presenza dell'*Insider Trading* ne insidia l'affidabilità e ne mette in crisi la capacità di attirare investitori, evitando fughe verso forme diverse di investimento.

In relazione a quest'ultimo aspetto, Manove<sup>5</sup> ha verificato che nell'ambito di un mercato in cui l'*Insider Trading* è pratica diffusa i potenziali investitori i potenziali investitori decidono di affrontare il problema della selezione avversa relativa al calcolo dei rendimenti attesi fissando livelli di investimento inferiori rispetto a quelli che stabilirebbero in condizioni di informazione simmetrica.

Le turbative al corretto funzionamento del mercato dovute alla presenza dell'*Insider Trading* implicano, in generale, una perdita di fiducia nella correttezza e integrità del mercato stesso, la quale, oltre a disincentivare l'investimento azionario e a ridurre la sua liquidità, comporta l'incremento dei costi di transazione e l'insorgere di disincentivi all'attività di ricerca.

---

<sup>4</sup> J. LAFFRONT, E. MASKIN, *The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market*, in "Journal of Political Economy", 1990, 98, pp. 78 e ss.

<sup>5</sup> M. MANOVE, *The Harm from Insider Trading and Informed Speculation*, in "Quarterly Journal of Economics", 1989, 104, pp. 823 e ss.

Relativamente agli effetti sulla liquidità, l'*Insider Trading* presenta aspetti controversi.

Poiché l'*Insider* che opera in virtù di informazioni privilegiate, è disposto a compiere *Trading* a prezzi competitivi e apparentemente vantaggiosi, la sua attività consentirà una più agevole liquidazione dei titoli a beneficio di coloro che necessitano di smobilizzare quei valori.

Inoltre, in conformità con la teoria del portafoglio e del *Capital Asset Pricing Model*<sup>6</sup> l'immediata liquidazione di alcuni titoli consentirà a coloro i quali hanno smobilizzato i loro valori di diventare più facilmente controparti in relazione a titoli diversi da quelli trattati dall'*Insider* e, così di seguito, aumentando in tal modo la liquidità complessiva dell'intero mercato e, contestualmente, il volume delle contrattazioni.

Oltre a questo effetto positivo, però, è necessario precisare che gli investitori, divenuti consapevoli di aver contratto sfavorevolmente con l'*Insider*, possono temere la sua stessa presenza, determinando nel medio periodo, attraverso scelte di investimenti meno rischiosi, una contrazione di liquidità.

Non è, pertanto, semplice stabilire *a priori* e attraverso criteri predeterminati quale dei due effetti generati dall'*Insider Trading* prevalga sulla liquidità.

Si può solo osservare che se da una parte una più elevata incertezza e, quindi, un maggiore grado di volatilità dei prezzi determina maggiori profitti per l'*Insider*, dall'altra alimenta in misura maggiore il cosiddetto "effetto fuga" verso diverse forme di investimento.

Una seconda teoria denominata teoria del danno agli investitori, sostiene la necessità di una pubblica regolamentazione dell'*Insider Trading* sulla base del riconoscimento dell'esistenza di asimmetrie informative tra i diversi operatori esistenti sul mercato.

La condotta illecita considerata danneggia, in primo luogo, i singoli investitori che, rappresentando la controparte delle operazioni compiute dall'*Insider*, acquisterebbero o venderebbero i titoli a prezzi che non riflettono il loro valore intrinseco.

---

<sup>6</sup> Il CAPM è stato studiato nei primi anni sessanta dagli studiosi Treynor (1961) Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1996). Cfr. C.W. FRENCH, *The Treynor Capital Asset Pricing Model*, in JOIM, vol. 1, n°2, 2003.

In un'ottica più ampia, si può affermare che i soggetti danneggiati non sarebbero solo le controparti dell'*Insider*, ma tutti coloro che hanno compiuto operazioni di segno opposto e contemporanee a quella da lui effettuata.

L'idea ispiratrice di tale tesi è quella che l'investimento sui mercati finanziari debba costituire un "gioco equo" e che il rispetto delle sue regole debba essere garantito dallo Stato.

In tale contesto l'intervento della mano pubblica è diretto a garantire l'uguaglianza delle condizioni di partenza di tutti gli operatori presenti sul mercato ossia il cosiddetto *market egalitarianism*.

Vanno infine considerati anche i danni che l'*Insider Trading* causa alla società.

In generale, la possibilità di un pregiudizio per la società si configura solo nell'ipotesi di contemporanea presenza di *Insider Trading* e di un'operazione della società stessa o meglio in tutti i casi in cui l'*Insider* si inserisce, traendo profitti personali, in un'operazione societaria prima della sua conclusione, rendendo irrealizzabili o eccessivamente onerosi i piani o i programmi della società.

In tutte le altre ipotesi pregiudizievoli, che possono essere considerate come ulteriori ripercussioni del danno cagionato al mercato dall'*Insider Trading*, non ricorre un danno diretto alla società e, quindi, si può configurare solo un pregiudizio alla credibilità della figura societaria consistente in un danno all'immagine.

Se nell'ambito della letteratura economica ho riportato la presenza di autori che dubitano dell'opportunità di vietare l'*Insider Trading*, in quella giuridica tali posizioni sono completamente assenti, anche se diversi sono i principi suggeriti a fondamento di un'eventuale normativa in materia.

Alcuni autori sostengono che il divieto della pratica in esame trovi il suo presupposto nei principi del *market egalitarianism* e dell'*equal access* intesi come effettiva eguaglianza delle conoscenze e della possibilità di accesso alle notizie influenti sul corso dei titoli da parte degli investitori.

Tale opinione è stata fortemente criticata per due ordini di ragioni:

- (i) il primo è attinente al rapporto intercorrente tra lo sfruttamento borsistico di informazioni riservate e l'obiettivo della trasparenza di mercato;
- (ii) il secondo concerne proprio la realizzabilità di tale obiettivo.

Nonostante l'*Insider* operi sulla base di informazioni relative a previsioni della gestione societaria non ancora riportate nei bilanci o ad affari in fase di trattative, queste notizie non possono essere oggetto di una comunicazione da parte della società.

In presenza, infatti, di difficoltà economiche ritenute di natura temporanea, un'intempestiva rivelazione causerebbe certamente enormi danni alla società e agli azionisti, mentre la diffusione di stime favorevoli sulla gestione potrebbe esporla al rischio che queste si rivelino poi infondate.

Analogamente la divulgazione di negoziazioni in corso potrebbe provocare il fallimento dell'affare.

L'inesistenza di un generale dovere, a carico della società, di divulgare fatti ancora in *itinere* o in via di sviluppo è, dunque, fondamentale.

D'altra parte, se così non fosse terminerebbe la stessa ricerca di conoscenze originali da parte delle imprese poiché i costi che ne derivano non troverebbero alcun corrispettivo e il valore delle nuove informazioni sarebbe trasferito a chi, non avendo speso nulla, riceverebbe un profitto assolutamente casuale.

La seconda ragione per cui il principio dell'*equal access* si rivela inidoneo come *ratio* di una normativa anti*Insider Trading* è relativa alla struttura dei mercati mobiliari, caratterizzata da una profonda disparità tra le varie categorie di investitori.

Il risparmiatore non può entrare in competizione con i professionisti del mercato che, ovviamente, dispongono di tecniche di analisi e di elaborazione dei dati estremamente più sofisticate, né può fondatamente sperare che la divulgazione delle nuove conoscenze avvenga in modo talmente simultaneo e paritario da determinare un'effettiva eguaglianza delle possibilità di profitto.

In caso contrario si verificherebbe il cosiddetto paradosso di Grossman<sup>7</sup> consistente nell'effetto perverso di scoraggiare ogni attività di ricerca ed elaborazione delle informazioni da parte degli operatori più capaci.

Altri autori<sup>8</sup> ritengono che lo sfruttamento borsistico di informazioni riservate dovrebbe essere punito genericamente per la sua immoralità.

In particolare negli Stati Uniti, il primo paese in assoluto ad aver adottato una normativa anti*Insider Trading*, le prime interpretazioni giurisprudenziali risalenti agli

---

<sup>7</sup> Vedi nota 3.

<sup>8</sup> R. DE GEORGE, *Business Ethics*, Macmillan Publishing Co., New York, 1990.

anni 1940 e 1960 considerano la condotta analizzata un atto fraudolento attraverso il quale alcuni speculatori più informati si procurano profitti a danno degli investitori meno informati (*fraud theory*).

A sua volta questa teoria può essere interpretata secondo due diversi approcci.

Sulla base del primo, se tra l'*Insider* e la società intercorre un rapporto fiduciario a capo dello stesso *Insider* è posto un *fiduciary duty* ossia l'obbligo di rispettare un più elevato *standard* di correttezza e buona fede, coincidente in questo contesto con l'astensione dal compiere operazioni borsistiche sulla base di notizie riservate relative alla società stessa.

Il secondo approccio, definito *misappropriation theory*, comprende nel novero dei soggetti perseguibili per violazione delle norme anti *Insider Trading* chiunque si appropri indebitamente di informazioni riservate e, quindi, anche coloro che non sono legati da vincoli fiduciari alla società.

Secondo quest'ultima interpretazione, gli *Insiders* sono punibili perché utilizzano a loro vantaggio notizie che hanno ottenuto indebitamente dalla società a cui questi appartengono.

Molto vicino all'approccio appena descritto è quello di alcuni autori che propongono come *ratio* della regolamentazione dell'*Insider Trading* il possesso di un diritto di proprietà o altro diritto reale assoluto su un bene immateriale, l'informazione privilegiata, da parte della società.

Quest'ultima opinione non è stata unanimemente accolta in quanto l'informazione privilegiata non può essere considerata come una *res* assimilabile ad un bene immateriale quali l'invenzione o l'innovazione tecnologica e, quindi, suscettibile di costituire l'oggetto di un diritto assoluto.

Manca nell'informazione almeno una delle note essenziali che contraddistinguono la categoria dei beni immateriali: la possibilità di un integrale contemporaneo godimento, il carattere "infinito" in forza del quale un bene può soddisfare l'interesse di chiunque, senza che il godimento di alcuno interferisca, come possibilità di utilizzazione, con quello di altri.

Al contrario l'informazione è un bene effimero, la cui rilevanza si esplica in un arco di tempo più o meno circoscritto e che non è suscettibile di un godimento generalizzato se non a condizione di perdere la sua oggettiva incisività: l'indebita

interferenza di estranei comporta lo svuotamento del contenuto dell'informazione e, quindi, la perdita del suo potenziale economico.

Nonostante le diverse teorie circa la *ratio* di una normativa anti *Insider Trading*, ha prevalso, grazie a numerosi fattori, la convergenza verso la soluzione di tipo penalistico anche se in prospettiva sussidiaria a rimedi civilistici e di tipo amministrativo.

Tra gli elementi che hanno contribuito a questa convergenza posso ricordare l'evoluzione intervenuta negli ordinamenti legislativi dei primi paesi che si sono impegnati nella repressione dell'abuso di informazioni privilegiate, in particolare Stati Uniti e Gran Bretagna.

Il fallimento o lo scarso successo registrato in generale dalle misure civilistiche nei confronti della condotta in esame; la forza di dissuasione e di stigmatizzazione caratteristica della sanzione penale, certamente maggiore rispetto a quella di qualsiasi altra forma di sanzione contenuta in altri rami di diversi ordinamenti; la rilevanza crescente del mercato mobiliare all'interno di ogni sistema economico e la conseguente necessità di garantire per esso una tutela realmente adeguata.

## **1.2 LE FONTI NORMATIVE SULL' *INSIDER TRADING* : DAL CODICE CIVILE DEL 1942 ALLA DIRETTIVA COMUNITARIA N. 89/592**

Una prima nozione di reato finanziario assimilabile alla fattispecie oggetto del presente lavoro era già presente nel codice civile del 1942, quest'ultimo, infatti, conteneva una serie di articoli che disciplinavano un reato la cui condotta è definita sotto il termine di aggio.

Si tratta di un riferimento normativo di evidente rilevanza, data la tipologia della fonte, che ha sorretto l'impalcatura delle norme giuridiche per questo genere di reati per quasi cinquant'anni e che è stato pensato in un contesto storico, ma soprattutto economico, assai distante dallo scenario che si è evidenziato nel dopoguerra in Italia, in particolare a partire dalla decisa crescita economica degli anni '50.

A livello civilistico, l'articolo di riferimento è il 2628 della previgente normativa. Nel libro V al titolo XI il suddetto articolo disciplinava le "manovre

fraudolente sui titoli delle società, stabilendo che “*gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a 309 euro*”.

Quella appena riportata è la nozione del reato di aggio, che comportava una condanna penale in capo a coloro che – in ragione del particolare ruolo rivestito all'interno di una società – potevano diffondere notizie false o comunque causare un'alterazione nel valore patrimoniale delle azioni societarie.

L'elemento rilevante ai fini penali sta proprio nella variazione della valutazione della singola azione - e quindi direttamente del valore del patrimonio societario – causato dalla diffusione di informazioni false riguardanti la società. Questa nozione, seppur censita ormai a livello giuridico, andava peraltro valutata se da considerare affine o meno a quella, descritta nei paesi anglosassoni e successivamente recepita anche nel nostro paese, di *Insider Trading*.

Per *Insider Trading* s'intende<sup>9</sup> l'uso di informazioni privilegiate, ovvero non ancora note al pubblico degli investitori, da parte di soggetti che ne sono venuti a conoscenza o nell'ambito dello svolgimento delle proprie mansioni professionali (cosiddetti *Insider*) o in seguito a una comunicazione indebita da parte di un *Insider*.

Un approfondimento tra le due fattispecie rivela sostanziali differenze. Sebbene possano estrinsecarsi in comportamenti che ricadono in entrambe le casistiche, sono in realtà abbastanza diverse. Infatti, l'*Insider* trae vantaggio da una situazione di temporanea “asimmetria informativa”<sup>10</sup> (egli possiede notizie che altri non hanno) mentre la manipolazione, pur trovando condizioni di favore nella scarsa trasparenza del mercato, si manifesta attraverso la diffusione di notizie false ovvero operazioni, a volte disposte da più soggetti, finalizzate a falsare la formazione del prezzo di un titolo.

Insomma, come efficacemente definisce Seminara<sup>11</sup>, l'*Insider Trading* sta all'aggio “*come la soffiata su un cavallo vincente sta ad una corsa truccata*”.

---

<sup>9</sup> S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Giuffrè, Milano 1989.

<sup>10</sup> G. CLERICO, *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Giuffrè, Milano, 2002.

<sup>11</sup> S. SEMINARA, *cit.*

La definizione giuridica di *Insider Trading*, quindi, non aveva nel diritto italiano ancora espressione; come si è visto, l'articolo 2628 disciplinava una situazione simile per alcuni aspetti, diversa per molti altri.

In realtà, con il passare degli anni e il rapido sviluppo economico del Paese, ci si accorse che la statuizione giuridica di cosa fosse l'*Insider Trading* stava diventando una necessità inderogabile.

In questo senso il legislatore – tenendo in debita considerazione anche le numerose sollecitazioni provenienti dall'Unione Europea con la direttiva n. 592/89 – promulgava nel 1991 una nuova legge.

E' opportuno porre l'accento sul fatto che l'attenzione delle istituzioni nazionali e della pubblica opinione dei Paesi europei per la lotta all'*Insider Trading* si è manifestata in tempi assai più recenti rispetto a quanto accaduto negli Stati Uniti d'America.

Ancora a metà degli anni ottanta, infatti, soltanto la Francia e il regno Unito avevano emanato una disciplina specifica in materia di *Insider Trading*. In Germania c'era invece un sistema di autodisciplina basato su raccomandazioni, peraltro non vincolanti, dirette alle società quotate in borsa.

Una svolta decisiva venne impressa sul finire degli anni ottanta da parte della commissione europea attraverso una specifica direttiva<sup>12</sup> la quale imponeva agli Stati membri la previsione del divieto di *Insider Trading* e l'introduzione di un meccanismo conseguente ad eventuali violazioni.

Il Consiglio delle Comunità Europee, dopo un laborioso negoziato, adottò il 13 novembre 1989 la direttiva sul “coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate”, che rientrava tra le iniziative previste dal cosiddetto Libro bianco per il completamento del mercato interno<sup>13</sup>.

Già nel 1977 del problema della disciplina dell'*Insider Trading* si occupò il “Codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari”, il quale contemplava norme di tipo preventivo volte ad eliminare le probabilità che si manifestassero abusi di informazioni privilegiate, da un lato, tramite la prescrizione

---

<sup>12</sup> L. ARICI, *Il reato di insider trading nella legislazione italiana*, in “Rivista della Guardia di Finanza”, 3, 2002.

<sup>13</sup> G. CARCANO, *La direttiva CEE sull'insider trading*, in “Rivista Societaria”, 1989.

dell'obbligo a carico della società di pubblicare i fatti rilevanti che potessero influenzare sensibilmente il corso dei titoli; dall'altro, con la previsione di comportamenti che gli intermediari finanziari dovevano tenere al fine di mantenere segrete le informazioni di cui disponevano in virtù delle loro funzioni.

L'*Insider* (definito come "chiunque" disponga di un'informazione non pubblica) aveva, altresì, l'obbligo di astenersi dall'effettuare, direttamente o indirettamente, qualsiasi operazione basata sull'uso dell'informazione privilegiata, nonché dal comunicarla ad un terzo "*affinché ne tragga un utile prima che sia resa pubblica*".

Il passo successivo fu proprio costituito dalla direttiva in questione, adottata il 13 novembre 1989, al termine di un *iter* che ha preso il via nel 1987 con la presentazione di una proposta, poi modificata nel 1988, e terminato il 18 luglio 1989 con l'adozione della "posizione comune" da parte del Consiglio. In essa si leggeva che "*la necessità di una direttiva comunitaria nel campo dell'Insider Trading risponde all'esigenza del buon funzionamento del mercato europeo dei capitali*"<sup>14</sup>.

La mancanza, infatti, in alcuni Stati membri di una regolamentazione, come in Italia, e la diversità di quelle esistenti (legge assistita da sanzioni penali in Francia e Regno Unito, codice di autoregolamentazione in Germania) rischiavano di diventare fattori discorsivi della concorrenza essendovi la possibilità che la deregolamentazione divenisse un'attrazione per gli investitori stranieri.

Tuttavia la creazione di un mercato unico europeo sotto il profilo borsistico non era un obiettivo facile da realizzare: le difficoltà avvertite nel corso del negoziato dipesero principalmente dal fatto che, nei paesi europei dove esisteva una regolazione del fenomeno dell'*Insider Trading*, le differenze su punti importanti della disciplina (come la definizione di *Insider* e la qualificazione della fattispecie dell'*Insider Trading*) erano notevoli.

In particolare la posizione del Regno Unito era ispirata a principi di *common law* difficilmente trasferibili nelle realtà di altri paesi della Comunità, specie allorché si trattava di aspetti di carattere penale o processuale. Per superare queste difficoltà il testo della direttiva lasciava ai singoli Stati membri la facoltà di regolare nel proprio ambito, in maniera coerente con i propri sistemi giuridici, gli aspetti rilevanti per il

---

<sup>14</sup> WELTER, *Ragioni di un intervento della CEE nel campo dell'insider trading*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L' "insider trading"*, Giuffrè, Milano, 1992.

diritto e la procedura penale, che del resto esulano dal campo di applicazione del trattato CEE.

A tale proposito, è bene sin da ora precisare che la direttiva non prevedeva sanzioni specifiche, civili, penali o amministrative, ma affidava a ciascuno Stato membro il compito di stabilire quali sanzioni imporre, purché fossero “sufficientemente dissuasive” da indurre al rispetto delle disposizioni emanate nell’attuazione della direttiva.

Era previsto inoltre che ogni Stato membro potesse stabilire misure più severe di quelle contemplate dalla direttiva o supplementari, sempre che fossero di applicazione generale. Quest’ultima disposizione sebbene abbassasse il livello di armonizzazione, consentì un accordo su alcuni punti fondamentali della direttiva, nonché mise in evidenza la consapevolezza del legislatore comunitario circa l’opportunità di lasciare agli organi legislativi nazionali la scelta delle modalità repressive del fenomeno, in funzione delle diverse caratteristiche dei mercati finanziari, del sistema sanzionatorio degli ordinamenti giuridici dei singoli paesi e dell’attitudine della magistratura a valutare un illecito economico dai confini incerti.

Nella citata direttiva, momento centrale della disciplina dell’*Insider Trading* è la definizione di informazione privilegiata. In base all’articolo 1, comma 1, è tale l’informazione che: non è stata resa pubblica; che ha un carattere preciso; che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari; che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tali valori mobiliari.

Quanto al primo elemento della definizione è irrilevante che l’informazione sia riservata o meno; ciò che conta è che non sia resa pubblica, cioè non sia ancora disponibile presso il pubblico degli investitori: è importante, infatti, la potenziale conoscibilità dell’informazione e non la sua effettiva conoscenza da parte di tutti. Nel momento in cui la conoscenza dell’informazione da parte di un certo numero di operatori determina l’adeguamento dei prezzi che da essa può derivare, neutralizzando la posizione di vantaggio di chi la possiede, la stessa dovrebbe considerarsi disponibile al pubblico.

L’informazione deve poi avere un carattere “preciso”, non è privilegiata se ha un contenuto vago. Occorre, inoltre, che abbia raggiunto un certo grado di

concretezza, cioè si riferisca ad un fatto accaduto o che sta per accadere, ad una decisione presa o che sta per essere presa<sup>15</sup>.

Ancora, l'informazione è rilevante quando riguarda la società emittente i valori mobiliari o i valori mobiliari stessi, che sono definiti per categorie al secondo comma dell'articolo 1. Infine la possibilità che la divulgazione dell'informazione influisca in modo sensibile sul prezzo dei titoli deve essere valutata *ex ante* con riferimento all'investitore medio: l'informazione deve essere tale che questi la consideri determinante nella scelta se vendere o acquistare il titolo.

La direttiva individua successivamente gli *Insiders*, distinguendo i primari dai secondari. Gli *Insiders* primari sono, ai sensi dell'articolo 2, i componenti degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo della società emittente, gli azionisti, le persone che hanno accesso a informazioni privilegiate a motivo dell'esercizio del loro lavoro, professione o funzione<sup>16</sup>; ossia le persone che per il loro lavoro, la loro professione o le loro funzioni hanno una relazione fiduciaria con l'emittente dei valori mobiliari di cui si tratta o hanno l'obbligo verso quest'ultimo di mantenere il segreto. Viceversa, gli *Insiders* secondari (o "*tippers*") sono le persone che non hanno relazioni dirette con un emittente, ma che hanno ricevuto una informazione riservata. L'inclusione della rilevanza dell'ottenimento anche indiretto dell'informazione può aver suscitato perplessità per la vaghezza e l'estendibilità dell'ipotesi, che può essere dilatata sino a ricomprendere nel divieto persone che non hanno alcuna connessione con la società emittente; scelta questa che si muove in direzione opposta a quella della delimitazione dei soggetti destinatari del divieto; ma va notato come il legislatore comunitario abbia dovuto prendere atto della tendenza recepita -sulla scorta dell'esperienza statunitense e anglosassone in genere -da numerosi paesi membri che, nel dotarsi di una propria disciplina dell'*Insider Trading*, che attribuisce

---

<sup>15</sup> L. SOLIMENA, *La direttiva comunitaria sull'insider trading*, in "Giurisprudenza commerciale", 1989: "Per esempio l'informazione circa la decisione presa da una società di lanciare un'offerta pubblica di acquisto nei confronti di un'altra società è certamente precisa. Il problema può porsi, invece, per rimanere nell'esempio di cui sopra, quando l'operazione sia ancora all'esame dell'organo amministrativo della società, e quindi manchi una decisione definitiva. Si è del parere che in questo caso, perché l'informazione possa considerarsi precisa, è necessario che l'iniziativa sia giunta ad un punto tale da far ritenere che molto verosimilmente verrà portata a compimento. Vari sono gli elementi che possono supportare questa conclusione. Si tratta comunque di una questione che va risolta in relazione alle circostanze del singolo caso concreto.

<sup>16</sup> Sull'opportunità di indirizzare il divieto di *insider trading* ad una cerchia non indeterminata di soggetti, S. SEMINARA, *cit.*, pp. 140 e ss.

rilevanza sia all'ottenimento diretto sia a quello indiretto dell'informazione e, in alcuni casi, equiparando in tutto e per tutto i *tippers* agli *Insiders*<sup>17</sup>.

I divieti che la direttiva impone agli *Insiders* sono: in primo luogo, di acquistare o cedere, sia direttamente sia per interposta persona, valori mobiliari negoziati su un mercato mobiliare, utilizzando con cognizione di causa le informazioni privilegiate di cui dispongono. Quindi due sono le condizioni di applicabilità del divieto: la effettuazione di una transazione su un valore mobiliare negoziato su un mercato mobiliare, ufficiale o meno, e lo sfruttamento con cognizione di causa dell'informazione privilegiata, ossia l'*Insider* deve aver preso la decisione di acquistare o vendere valori mobiliari in funzione di un'informazione che egli sapeva essere privilegiata. In secondo luogo, gli *Insiders* primari sono sottoposti all'obbligo di mantenere il segreto riguardo le informazioni privilegiate di cui dispongono, non le devono comunicare a terzi. Questo divieto non si applica tuttavia se questa comunicazione risulta necessaria o opportuna nel normale esercizio del lavoro, della professione o delle funzioni dell'*Insider*. In terzo luogo, è fatto divieto agli *Insiders* primari di diffondere informazioni confidenziali (attività comunemente detta *tuyautuage*): essi, cioè, non possono suggerire ad un terzo, sulla scorta delle informazioni di cui dispongono, di acquistare o cedere valori mobiliari negoziabili su un mercato mobiliare.

La direttiva si preoccupa pure di precisare ( articolo 2, comma 2) che qualora *Insiders*, siano società o altre persone giuridiche “*il divieto si applica alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere alla transazione per conto della persona giuridica in questione*”. Con tale norma, che riguarda ovviamente i soli casi in cui la persona fisica agisca per conto della società, si vuole evitare che il soggetto agente possa essere esentato da responsabilità in nome dell'addebito della stessa alla società sulla quale ricadrebbe così l'obbligo di risarcire il danno.

Il controllo sull'applicazione delle disposizioni, adottate in virtù della direttiva, era affidato ad autorità amministrative designate da ciascuno Stato membro. Per poter esercitare questo compito con la massima efficacia, queste autorità avrebbero dovuto essere dotate di tutti i poteri necessari per lo svolgimento delle

---

<sup>17</sup> CARCANO asserisce a questo proposito che la direttiva non ha inteso perseguire totalmente l'assimilazione, lasciando agli Stati membri la facoltà di estendere la portata del divieto.

loro funzioni e, sempre nell'ottica di una buona applicazione, si enunciava il principio di una collaborazione tra le autorità competenti dei diversi Stati membri, che avrebbe potuto essere indispensabile, in caso di un'operazione al di là di una frontiera, per risalire una catena destinata ad indicare l'*Insider* che fosse alla base di essa.

Un Comitato di contatto, composto da rappresentanti della Commissione e delle Autorità degli Stati membri, avrebbe avuto il compito di facilitare, attraverso un confronto di opinioni, l'applicazione armonizzata delle disposizioni della direttiva.

Dall'analisi del contenuto della direttiva si può dedurre che la scelta del legislatore comunitario è nel senso di eliminare soltanto quelle posizioni di vantaggio che derivano ad un soggetto per il fatto di avere avuto accesso a determinate informazioni privilegiate a causa di una propria specifica posizione nei confronti dell'emittente. La disparità di posizione tra l'*Insider* e gli altri operatori che la direttiva vuole eliminare è, in altre parole, la disparità che deriva dall'impossibilità per gli operatori stessi di procurarsi legittimamente quelle informazioni di cui l'*Insider* è in possesso a causa della sua posizione nei confronti della società. Si può così trarre la conclusione che la normativa comunitaria, più che garantire un'ipotetica parità di accesso al mercato, mira a reprimere i possibili abusi di posizione da parte di determinati soggetti in relazione alla loro possibilità di accesso (privilegiato) a determinate conoscenze.

Per meglio circoscrivere la materia, l'articolo 1 della direttiva CEE 89/592, nel definire gli elementi costitutivi della fattispecie, prevedeva l'applicabilità della disciplina ai soli mercati *“regolamentati e sorvegliati da autorità riconosciute da pubblici poteri funzionanti in modo regolare e direttamente o indirettamente accessibili al pubblico”*.

I punti fermi di questa direttiva erano in definitiva non pochi: la nozione innanzitutto di “informazione privilegiata” e di “valore mobiliare”, l'individuazione delle diverse categorie di *Insiders* e le condotte a questi vietate.

Il fatto poi che l'informazione privilegiata riguardasse non soltanto specifiche vicende riconducibili all'emittente, ma anche notizie di portata generale concernenti le condizioni di mercato, inteso nella sua globalità, o più in particolare il settore di riferimento nel quale opera l'emittente, aveva quale conseguenza che l'informazione cessava quindi di essere privilegiata nel momento in cui diventava accessibile a tutti, e questo poiché resa pubblica, a prescindere dall'effettiva conoscenza. Altrettanto

importante era la codificazione dei valori mobiliari ammessi alle negoziazioni e individuati dalla direttiva:

- (i) le azioni, le obbligazioni ed i valori mobiliari ad esse assimilabili;
- (ii) i warrants;
- (iii) i “contratti a termine, le opzioni e gli strumenti finanziari a termine” riferiti ai valori mobiliari di cui al precedente punto (i);
- (iv) i “contratti basati sull’indice, concernenti i valori di cui al precedente punto (i).

Si è detto, inoltre, come la direttiva lasciasse poi a ciascuno Stato membro la scelta riguardo al meccanismo sanzionatorio da far scattare in caso di violazione delle rispettive disposizioni normative, imponendo, tuttavia, che tali sanzioni fossero sufficientemente dissuasive da indurre al rispetto di delle medesime. Concludendo, dal testo della direttiva appariva chiaro come Bruxelles vedesse nel comportamento degli *Insiders* un pericolo per il buon funzionamento del mercato mobiliare e per quello dell’intero sistema economico comunitario.

A tal fine, pertanto, veniva imposto a tutti gli Stati membri la rimozione, nel più breve tempo possibile, delle eventuali asimmetrie, e tutto ciò allo scopo di assicurare efficienza ed equità, oltreché, ovviamente di prevenire fenomeni discorsivi della concorrenza.

### **1.3 LA LEGGE 157/91: PRIMA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA DELL’ *INSIDER TRADING***

In Italia il recepimento della direttiva comunitaria 89/592 fu il presupposto normativo – giuridico per il varo della legge 157/91, che introduceva un impianto normativo con un elenco di sanzioni nei confronti di chi avesse sfruttato notizie riservate.

Occorre osservare che detta legge sottende una valutazione anche di natura etica: la necessità di tutela della condizione, cioè, che tutti possano disporre delle stesse informazioni e che il prezzo del mercato sia effettivamente rappresentativo degli strumenti finanziari e soprattutto che le persone che rivestono una funzione significativa non sfruttino la loro rilevante posizione di informati privilegiati per

effettuare delle operazioni finanziarie. In questo senso la norma reprime il mancato assolvimento ad un obbligo morale.

Tale impostazione è sicuramente collegabile con una particolare visione del diritto penale teso a sanzionare anche degli obblighi di carattere etico; in altri Paesi, invece, si può osservare una caratterizzazione della norma penale volta alla repressione di fatti materiali illeciti: è quanto accade, ad esempio, nel diritto anglosassone, forte di una giurisprudenza di rilievo proprio sull'*Insider Trading*.

L'*Insider* e l'aggiotaggio sono denunciati quali comportamenti che non consentono un regolare funzionamento del mercato<sup>18</sup>. Certamente si potrebbe osservare che la fiducia del risparmiatore potrebbe incrinarsi se qualcuno fosse posto nella potenziale condizione di utilizzare delle notizie riservate per il raggiungimento di un interesse personale: ecco allora che una prima *ratio* della norma sta nella realizzazione di un *par condicio* a favore di tutti gli investitori.

Il reato di *Insider* punisce proprio chi si avvale di una notizia riservata; esso entra quindi nel nostro ordinamento grazie alla Legge 157/91, frutto della direttiva del 1989, ed ha una gestazione piuttosto rapida rispetto ai tempi di solito necessari per adeguarsi ai provvedimenti comunitari.

La rapidità discende da un atteggiamento politico di particolare favore verso il mercato azionario. Occorre storicizzare il contesto nel quale la Legge 157/91 viene promulgata: verso la fine degli anni '80 le tradizionalmente forti capacità di risparmio degli italiani cominciano ad indirizzarsi verso nuove formule di investimento, alternative a quelle in Titoli di Stato.

Il risparmiatore tipo italiano, sommariamente, ma efficacemente definito "*BOT people*" dalla stampa specializzata e non, cominciava a guardare con sempre maggiore attenzione all'investimento in Borsa. Non estraneo a questo fenomeno è stato certamente un altro contributo legislativo, e cioè la Legge 77/83, istitutiva dei Fondi Comuni di Investimento Mobiliare, che una volta per tutte sgombrava il campo da quella giungla pericolosa e priva di regolamentazione rappresentata dal cosiddetto "investimento atipico".

---

<sup>18</sup> G.RAGUSA MAGGIORE, *Insider trading e correttezza nel mercato dei valori mobiliari: in attesa della legge*, in "Dir. Fall.", 1989, I, "la tutela presa in considerazione non è tanto quella del singolo risparmiatore, ma quella del mercato".

La moderna Legge 77/83 istituiva un nuovo modello di investimento fruibile dal risparmiatore in quanto sorto sotto l'egida di una legge precisa ed efficace; tutto questo garantiva una serie di precise tutele a favore del risparmiatore. I frutti di questo processo si videro in maniera sempre più consistente negli anni successivi, e verso la fine del decennio il risparmiatore italiano era ormai consapevolmente pronto a diversificare i propri investimenti accedendo anche al mercato borsistico.

Le privatizzazioni delle società pubbliche comportarono un'ulteriore estensione del fenomeno. La Legge 157/91 nasce quindi con la finalità di comunicare sicurezza al mercato da una parte, certezze ai risparmiatori/investitori dall'altra. Ma è una legge che sollevò, a causa del suo dettato approssimativo e poco rispettoso di diversi principi fondanti del diritto penale (quali il principio di colpevolezza o di offensività) la critica quasi unanime della dottrina e della stessa Consob<sup>19</sup>. Per questa ragione in sede di riordino delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria operata dal Testo Unico dell'intermediazione finanziaria del 1998 il legislatore ritenne opportuno introdurre una nuova disciplina.

Se si vuole tentare un approfondimento della Legge 157/91 si può osservare come essa ha trovato attuazione con una disciplina di impronta marcatamente penalistica. Di fronte ad una conoscenza non sufficientemente adeguata del fenomeno (in quanto privo di un'esperienza giurisprudenziale significativa) per ottenere una reale prevenzione, il legislatore si è orientato per un divieto assoluto di taluni comportamenti.

In realtà la preferenza per le sanzioni di tipo civilistico, ritenute più efficaci, era stata espressa da molti<sup>20</sup>.

Al fine di meglio comprendere le ragioni della scelta di impronta penal repressiva compiuta dal legislatore italiano nella disciplina dell'*Insider Trading*, può essere utile ripercorrere l'iter legislativo che ha portato all'emanazione della legge del 17 maggio 1991, n. 157, il quale ha preso il via nel 1987 con la presentazione della proposta di legge n. 466. Quest'ultima si proponeva di introdurre nel nostro ordinamento una fattispecie sanzionatoria basata sul modello di altre già in essere presso altri ordinamenti: "Infatti nella legislazione attuale il fenomeno dell'*Insider*

---

<sup>19</sup> P. CARBONE, *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di valori mobiliari. Profili della disciplina. Spunti critici*, in Foro it, 1991.

<sup>20</sup>G. CARRIERO, *L'Insider trading negli Usa in Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Giuffrè, Milano, 1992.

*Trading*; cioè dell'utilizzo o la diffusione di informazioni, riservate o veritiere, sul conto di una società quotata in borsa al fine di speculare sull'andamento del relativo titolo nelle contrattazioni di borsa e fuori borsa non rientra nelle fattispecie previste dal codice civile, né dal codice penale, né dalla recente legge sulle funzioni della Consob". Così cita la relazione di accompagnamento alla proposta di Legge presentata alla Camera dei Deputati<sup>21</sup>. Nella stessa ottica si pone la seconda proposta di legge presentata nel 1988, la quale fu motivata dalla presa di coscienza che il legislatore italiano aveva lasciato una vastissima parte del risparmio nazionale preda di forme di speculazione da considerarsi immorali e, quindi, da reprimere. Fra queste, quella che si basa sull'*Insider Trading*: è ancora la relazione di accompagnamento alla proposta di Legge presentata alla Camera dei Deputati, questa volta nel 1988, ad essere illuminante; il fenomeno è definito come "una forma di speculazione che produce almeno due ordini di gravissimi inconvenienti: induce tutti coloro che a causa del loro lavoro hanno una conoscenza funzionale di notizie riservate a tenerle nascoste al pubblico il più a lungo possibile per acquisirne ingiusti vantaggi; produce una strumentalizzazione dei mezzi di informazione certamente contraria ai loro fini istituzionali<sup>22</sup>.

E' anche per questi motivi che "*il legislatore italiano deve poter reprimere queste forme di speculazione, comunemente intese come Insider Trading?*".

I troppi casi di spericolate manovre sui valori mobiliari condotte all'insaputa e quasi inevitabilmente ai danni degli azionisti minori hanno spinto alla presentazione della proposta di legge, il cui obiettivo consisteva nell'individuazione di un reato autonomo nel campo dell'*Insider Trading*.

Questo dunque lo spirito che animava il provvedimento: legiferare sull'*Insider Trading* significava evitare un danno materiale per i singoli investitori e tutelare la credibilità interna e internazionale del mercato finanziario<sup>23</sup>.

La legge n. 157 del 1991, al contrario degli altri provvedimenti dotati di sanzione penale che sino ad allora avevano interessato il mercato finanziario, non si limita alla criminalizzazione del mancato adempimento degli obblighi strumentali, ma

---

<sup>21</sup> La citazione è tratta dalla relazione di accompagnamento alla proposta di legge n. 466 di iniziativa dei deputati Piro ed altri, presentata alla Camera dei Deputati il 2 luglio 1987.

<sup>22</sup> Così nella relazione di accompagnamento alla proposta di legge n. 2441 presentata alla Camera dei Deputati il 2 marzo 1988.

<sup>23</sup> R. C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L' "insider trading"*, Giuffrè, Milano, 1992.

ricollega la sanzione penale ad un momento cruciale dell'attività finanziaria, cioè al reperimento della notizia e alla successiva contrattazione, affermando un obbligo di astensione dal compiere operazioni nei confronti di quei soggetti in possesso di informazioni riservate apprese in virtù della loro posizione in seno alla società, nonché nei confronti di quei soggetti che abbiano ricevuto tali notizie da altri, nella consapevolezza del loro carattere riservato.

Si tratta di una legge che, per disciplinare un fenomeno di frequente verifica nell'ambito borsistico, utilizza lo strumento della sanzione penale non in chiave sussidiaria, ma in forma principale ed esclusiva. Con la legge del 17 maggio 1991 n. 157<sup>24</sup> il legislatore ha infatti stabilito una serie di sanzioni penali per affrontare la problematica della sicurezza e del buon funzionamento dei mercati.

Tuttavia la realtà dei fatti ha poi dimostrato come la Legge non abbia avuto successo: in una relazione del presidente della Consob tenuta a Milano il 12 aprile 1999 si dichiara<sup>25</sup> che la Consob ha trasmesso dal 1991 al 1998 all'autorità giudiziaria soltanto 58 relazioni motivate, delle quali solo sei hanno dato luogo a richieste di rinvio a giudizio. Tra queste vi sono state solo due sentenze di condanna (rispettivamente per *Insider Trading* e per frode sul mercato dei valori mobiliari) e due sentenze di patteggiamento. Le archiviazioni sono state complessivamente undici, di cui sette nel periodo compreso tra il 1991 ed il 1997 e quattro nel 1998.

#### **1.4 IL DECRETO LEGISLATIVO N. 58/98 (“Legge Draghi”) E IL TESTO UNICO DELL’INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA**

La necessità di un nuovo intervento normativo si poneva, con una certa urgenza. E l'occasione fu colta con il nuovo Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 più noto come “Legge Draghi”). Nell'ambito del cospicuo apparato sanzionatorio che correda il Testo Unico (di seguito “TUF”) la disciplina dell'*Insider Trading* è inserita nel capo IV- Titolo I, parte V nella rubrica “abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari”. Si tratta, quindi, di una parte significativamente ampia del TUF dedicata espressamente a questa fattispecie di sempre maggiore attualità. Già sul piano

---

<sup>24</sup> Il titolo della legge è “norme relativa all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Consob”.

<sup>25</sup> CONSOB, Relazione per l'anno 1998.

formale la nuova regolamentazione si discosta sensibilmente dalla precedente legge 157/91: riesce, infatti, esaltata la matrice schiettamente penalistica dell'approccio alla materia<sup>26</sup>.

Significativi sono poi anche gli aggiustamenti di tiro sotto il profilo contenutistico. Riguardo all'area dell'*Insider Trading*, si parte, così, da un mutamento della nozione di "informazione riservata", (così la legge 157/91), a quella -secondo la terminologia della direttiva comunitaria - di "informazione privilegiata", di certo più diretta nell'identificare il "baricentro" dell'intervento punitivo, che gravita non tanto sull'aura di "riservatezza" che circonda le notizie avute di mira (le quali sono destinate a divenire prima o poi di pubblico dominio), quanto piuttosto sulla posizione di "privilegio" che la loro conoscenza "anticipata" assicura all'"iniziato" rispetto alla generalità degli operatori, consentendogli di prevedere le future variazioni dei prezzi, e dunque di speculare su esse (egli "scommette" sapendo già quale sarà il cavallo vincente)<sup>27</sup>.

Ancora: anziché di "informazione.., che non sia stata resa pubblica", come nell'articolo 3 della legge 157/91, si parla nel TUF, di "informazione di cui il pubblico non dispone", a rimarcare come il venir meno del "privilegio" - e con essa del divieto di utilizzazione della notizia - sia legata non tanto all'adempimento di specifici obblighi pubblicitari, quanto piuttosto dall'obiettivo "accessibilità" del dato da parte della platea degli interessati: in altre parole ciò che conta non è la "effettiva divulgazione tra gli investitori" dell'informazione, ma la sua "conoscibilità potenziale"

Restano invariati, al contrario, i residui indici di riconoscibilità dell'informazione avuta di mira. E dunque, in primo luogo, quelli della specificità e determinatezza di contenuto, che richiamano nell'area di intervento punitivo le sole informazioni "concrete" eliminando di contro le valutazioni e previsioni e a maggior ragione le semplici voci e dicerie<sup>28</sup>. In secondo luogo, infine, il requisito dell'idoneità dell'informazione, se resa pubblica, ad influenzare "sensibilmente" il prezzo dei suddetti strumenti (la c.d. *price sensitivity*): connotazione che, per l'ineliminabile alone di indeterminatezza che la circonda, era destinata a generare, e non solo

---

<sup>26</sup> F. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1995.

<sup>27</sup> A. BARTALENA, *Insider trading*, cit.

<sup>28</sup> A. BARTULLI-M. ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in "Giur. Comm"., 1992, I, p. 661; F. MUCCIARELLI, cit.

nell'interpretazione del TUF ma anche di leggi successive, le problematiche più spigolose sul piano applicativo, postulando un giudizio di “prognosi postuma” tutt'altro che agevole a causa della molteplicità dei fattori suscettivi di influenzare il prezzo dei titoli.

Le innovazioni di maggior momento attengono, peraltro, alla definizione delle condotte incriminate. Si registra, in proposito un vistoso assottigliamento del catalogo delle fattispecie di reato, come diretta conseguenza di una correzione di rotta nel segno della valorizzazione di principi di offensività e di *extrema ratio*: esse passano, difatti, dalle cinque già racchiuse nell'articolo 2 della legge 157/1991, alle sole tre delineate dall'articolo 180 del TUF. Si tratta di figure delittuose aventi tutte – a dispetto dell'uso del pronome indefinito “chiunque” – natura di reati propri: le prime due come reati tipici dei c.d. *Insiders* “primari” (ossia dei soggetti che hanno una capacità diretta di accesso all'informazione preferenziale); la terza come delitto caratteristico del c.d. *tippees*, o *Insiders* “secondari” (vale a dire di coloro cui l'informazione perviene a seguito di un'altra comunicazione).

Più nel dettaglio, la qualità di *Insider* “primario” continua ad essere collegata dall'articolo 180 comma 1 del TUF, sulla falsariga dell'articolo 2 comma 1 della legge 157/1991, al possesso di informazioni privilegiate “*in ragione della partecipazione al capitale della società*”, “*ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio*”.

E' opportuno osservare come la formula normativa risulti, nei fatti, ampiamente comprensiva, abbracciando tanto coloro che hanno accesso alle notizie in virtù della collocazione all'interno della struttura organizzata dell'ente (*Insiders* “*istituzionali*” o “*interni*”, o *corporate Insiders*: in pratica, l'intero *management* e tutti i dipendenti)<sup>29</sup>, quanto coloro che, estranei a detta struttura, risultino però collegati alla società da un particolare rapporto professionale o funzionale atto a permettere una penetrazione informativa (*Insiders* “*temporanei*” o “*esterni*”, o *temporary Insiders*: ad esempio legali, consulenti commerciali e finanziari, funzionari della Consob o di altre istituzioni pubbliche di controllo, etc.)<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> A.BARTULLI – M. ROMANO, *cit.*; F. MUCCIARELLI, *cit.*

<sup>30</sup> Sulla categoria dei *temporary insiders*, cfr. in particolare S. GALLI, *Insider trading, un primo commento*, in “Giur. comm”, 1991.

Nel delineare il primo dei reati propri di tale categoria di soggetti - quello cioè di sfruttamento di informazioni privilegiate – la lett. A) del comma 1 dell’articolo 180 segna uno dei momenti chiave per la comprensione dello spirito della nuova disciplina.

Il TUF compie in effetti una precisa puntualizzazione, inserendo tra gli elementi costitutivi del delitto il requisito dello sfruttamento delle informazioni privilegiate: requisito che, del resto, figurava puntualmente nel testo della direttiva CEE sull’*Insider Trading*<sup>31</sup>.

Non risponde del delitto, quindi, l’intermediario finanziario il quale - avendo ricevuto informazioni privilegiate su un determinato titolo a seguito di un incarico conferito dalla società emittente - compia operazioni sul medesimo titolo in esecuzione di ordini impartiti da un diverso cliente, senza alcuna partecipazione al relativo processo decisionale<sup>32</sup>.

Nell’ambito del TUF, peraltro, è proprio l’articolo 180 (rubricato come “*abuso di informazioni privilegiate*”) che riveste un’importanza fondamentale: in esso è infatti contenuto il cuore di tale disciplina. Ossia: la definizione della condotta dell’*Insider* primario e della fattispecie di *tipping* e *tuyantage*; le disposizioni inerenti al regime sanzionatorio previsto per i predetti reati; la nozione di “informazione privilegiata” integrante la condotta illecita; la disposizione finale che fa salvi dalla disciplina in questione le operazioni dello Stato italiano, della Banca d’Italia e dell’Ufficio Italiano Cambi<sup>33</sup>.

Disponeva il comma 1° dell’articolo 180 del TUF che: “*E’ punito con la reclusione fino a due anni e con la multa da euro 10.329 a euro 309.874 chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero all’esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio:*

*a) acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime;*

---

<sup>31</sup> Cfr. articolo 2 paragrafo 1 della direttiva comunitaria citata. E’ doveroso peraltro riconoscere come nella direttiva non mancasse qualche profilo di ambiguità vista l’affermazione – contenuta in uno dei “considerando”, ed idonea ad evocare la presunzione legale di sfruttamento della notizia che ispirava la vecchia disciplina nazionale – in forza della quale “*l’operazione effettuata da una persona in possesso di informazioni privilegiate implica lo sfruttamento di un’informazione privilegiata*”.

<sup>32</sup> F. MUCCIARELLI, *cit.*

<sup>33</sup> Introducendo in questo senso un’esimente specifica; cfr. articolo 180, comma 6, del TUF.

b) *senza giustificato motivo dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)*".

Data la formulazione della fattispecie base è opportuno individuare preliminarmente l'ampiezza del novero dei soggetti attivi, ossia la portata effettiva della qualifica di *Insider* che individua in via precipua i soggetti integranti la predetta condotta illecita.

Continuando quindi sulla linea tracciata dall'articolo 2 della legge 157/1991, degli *Insiders* non viene predisposto un elenco basato sulle varie tipologie di soggetti, ma si preferisce delimitarne la categoria richiamando la modalità con cui il soggetto ha ottenuto l'informazione privilegiata oggetto del reato.

Tale soluzione si rivela sicuramente più duttile e adattabile al caso concreto in quanto fonda la qualità di soggetto attivo del reato su un elemento essenziale per la configurazione del reato medesimo, cioè il nesso di causalità tra funzione ricoperta dal soggetto e il conseguimento del vantaggio informativo.

Pertanto perché un soggetto possa dirsi *Insider* non è sufficiente il mero rilievo che esso rivesta una particolare carica, essendo invece necessario che tale carica sia stata la fonte dell'informazione che integra la fattispecie di reato.

Discorso a parte meritano gli azionisti, i quali, come accadeva anche nella previgente, sono presi in considerazione a prescindere dall'entità della loro partecipazione.

Gran parte della dottrina<sup>34</sup> è sempre stata critica nei confronti di tale scelta legislativa, asserendo che, se certamente un pacchetto azionario di controllo o quantomeno di dimensioni rilevanti avrebbe potuto comportare per il proprio titolare l'accesso ad una posizione di vantaggio informativo, ciò non sarebbe valso per coloro che sono detentori di partecipazioni di modesta entità.

Quest'ultimi si troverebbero di fatto nella stessa situazione di tutti i comuni investitori, non disponendo di maggiori opportunità di accedere ad informazioni privilegiate.

Tali preoccupazioni sembrano però perdere di rilievo qualora si consideri che, ai fini della disciplina in esame, la partecipazione assume rilevanza solo ed in quanto

---

<sup>34</sup> A. BARTALENA, *Insider trading*, cit. ; A. DI AMATO, voce *Insider Trading*, in "Enciclopedia del diritto", Aggiornamento, vol. I, Milano 1997; F. MUCCIARELLI, cit.

causa del conseguimento dell'informazione privilegiata, perciò di fatto se tale collegamento causale non sussiste, l'azionista sarà trattato alla stregua di qualsiasi investitore<sup>35</sup>,

Se, inoltre, si fosse optato per una diversa soluzione che avesse operato distinzioni tra gli azionisti, sarebbe stata sicuramente poco agevole la definizione di un criterio che discriminasse tra azionisti rilevanti e non, data la diversità degli assetti partecipativi nei vari tipi di società<sup>36</sup>.

Per portare qualche esempio concreto, l'azionista è punito come *Insider* qualora, a causa della sua posizione nella società, sia reso edotto di un progetto che il comitato esecutivo ha in cantiere.

Viceversa, sarà trattato alla stregua di qualsiasi altro *tippe* qualora fosse stato informato di tali futuri progetti dall'analista finanziario al quale si era rivolto per dei consigli di investimento, se, in ipotesi, costui svolgesse consulenze anche per la società.

In merito a questo punto, la situazione più comune che si può portare ad esempio è quella concernente il socio che viene a conoscenza del fatto che la società alla quale partecipa si accinge a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sui titoli di un'altra società emittente.

Ci si chiede a questo punto, in che cosa consiste concretamente il divieto che l'originario TUF rivolgeva ai soggetti di cui sopra?

Innanzitutto ai sensi dell'articolo 180, comma 1, lett. a) del TUF all'*Insider* è fatto divieto di compiere operazioni su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni privilegiate di cui disponeva. Detta formulazione richiede dunque un elemento ben preciso, ossia l'effettivo sfruttamento delle informazioni privilegiate nelle operazioni poste in essere dall'*Insider*. Questa costruzione del precetto punitivo aveva comportato il discostarsi della disciplina italiana dalla regola sottostante alla precedente legge 157/1991, ossia la cosiddetta "*disclose or abstain rule*", (un precetto di

---

<sup>35</sup> M. L. ERMETES, *Abuso di informazioni privilegiate e agiotaggio su strumenti finanziari*, in C. RABITTI BEDOGNI, (a cura di) *cit.*

<sup>36</sup> M. RIGOTTI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI - M. SANDULLI - V. SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999, che ribadisce le difficoltà di stabilire una soglia di rilevanza della partecipazione ai fini dell'accesso ad informazioni *inside*, che possa quindi essere utilizzata come parametro per la punibilità dell'azionista.

origine statunitense)<sup>37</sup> sulla base del quale chi si fosse trovato in possesso di informazioni privilegiate avrebbe avuto due possibilità: o divulgarle o astenersi totalmente dal compimento di qualsivoglia operazioni sui mercati finanziari.

Dal momento che l'impostazione della legge 157/1991 finiva per includere nell'area della punibilità anche condotte non propriamente meritevoli di repressione, potendo così costituire un ostacolo al compimento di operazioni perfettamente lecite e utili (si tratta di quel fenomeno che la dottrina economica suole chiamare *overkilling*), la formulazione del TUF appariva finalizzata ad un'azione maggiormente mirata, al fine di colpire solo le condotte capaci di mettere a repentaglio la credibilità del mercato, cioè quelle in cui il *surplus* informativo viene concretamente utilizzato a vantaggio dell'*Insider*.

A questo punto però è da notare che, rimodellata la fattispecie secondo canoni maggiormente rispettosi del principio di offensività (o necessaria lesività) del fatto integrante reato, sorge un rilevante problema di carattere pratico. Infatti la difficoltà di fornire la prova dell'utilizzazione delle informazioni privilegiate nelle operazioni incriminate rendeva notevolmente più arduo il regime probatorio sotteso alla disciplina in questione.

E questa è certamente una delle ragioni del modesto risultato in termini di giudicato sull'*Insider Trading*. Il rischio principale dunque che il regime correva era quello di frustrare l'azione deterrente dell'intera normativa, che già da prima non poteva certamente vantare un elevato numero di applicazioni in sede processuale.

In ogni caso è assodato che la disciplina che scaturiva dal TUF facesse salve numerose condotte caratterizzate da un minor disvalore che in precedenza potevano anche solo astrattamente essere perseguite: ad esempio i vari casi di operazioni di acquisto di azioni proprie; le operazioni consistenti in esecuzione di ordini preformati nel loro contenuto e più genericamente le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari differenti da quelli interessati dal vantaggio informativo.

Resta poi sempre valido il principio secondo cui chi produce il fatto oggetto dell'informazione privilegiata o chi la ottiene come risultato di una propria attività di ricerca mirata è legittimato al suo sfruttamento, potendosi configurare un'illegittima

---

<sup>37</sup> La "*disclose or abstain rule*" è stata introdotta per la prima volta dalla Rule 10b emanata dalla SEC nel 1942 ed è a tutt'oggi a fondamento di numerose discipline nazionali.

utilizzazione del vantaggio informativo solo nel caso in cui esso sia stato conseguito “senza sforzi”, cioè meramente in ragione della posizione ricoperta.

Restavano comunque delle zone grigie rappresentate da casi in cui l’abuso di informazioni privilegiate si presentava in forme “spurie” o quanto meno peculiari.

Tali ipotesi trovavano spesso una disciplina in ordinamenti stranieri (in particolar modo anglosassoni), ma erano sconosciute al *corpus* normativo italiano, nonostante la difficoltà di farle rientrare totalmente nella suddetta disciplina. Sono tali ad esempio i fenomeni di *front running*<sup>38</sup>, cioè quando l’intermediario effettua per conto proprio operazioni dello stesso segno di quelle che compie per conto di un cliente (ad esempio nell’ambito di un’offerta pubblica di acquisto); si ha poi un caso di *warehousing* quando l’intermediario, a conoscenza dell’imminente lancio di un’offerta pubblica di acquisto da parte di un cliente, acquista titoli della società bersaglio per poi rivenderglieli. In questi casi peculiari probabilmente più che il ricorso alla disciplina repressiva, sarebbe stato più utile il potenziamento dell’assetto preventivo, ossia la predisposizione all’interno di detti intermediari di vere e proprie barriere protettive che impediscano il confluire delle informazioni privilegiate tra i vari settori in cui sono articolati, ovvero tramite la compilazione di *restricted lists*, che consistono in elenchi di quegli strumenti finanziari oggetto di una negoziazione per conto terzi, sui quali l’intermediario non può compiere operazioni per conto proprio.

Alla lettera b) dell’articolo 180, comma 1, del TUF sono disciplinate le condotte illecite che più o meno in tutte le esperienze legislative accompagnano la previsione normativa dell’*Insider Trading* in senso stretto, ossia le condotte concernenti le ipotesi in cui l’*Insider* comunichi a terzi le informazioni privilegiate (c.d. *tipping*) ovvero consigli a terzi di compiere operazioni sulla base di esse, senza però rivelare le informazioni medesime (c.d. *tuyantage*).

Il *tipping*, come già detto consiste nella rivelazione ad opera di un *Insider* primario (detto *tipper*) di informazioni privilegiate da esso possedute ad un terzo, detto *tippee*, con la conseguente possibilità che questi, analogamente a quanto potrebbe fare l’*Insider*, se ne serva in operazioni su strumenti finanziari.

---

<sup>38</sup> Con il termine *front running* (letteralmente correre davanti) si intende quella pratica per la quale un intermediario finanziario, ricevuto da un cliente l’ordine di eseguire un’operazione *price sensitive* su uno strumento finanziario, compie per proprio conto, poco prima di adempiere a tale ordine, un’altra operazione, in modo da beneficiare poi degli effetti derivanti dall’operazione del cliente sulla quotazione del titolo.

Il *tuyantage*, invece, consiste sostanzialmente nel mero consiglio ad opera dell'*Insider* di una o più operazioni sulla scorta di informazioni privilegiate da esso possedute - e che non vengono rivelate – diretto ad un terzo, detto *tuyantee*.

Innanzitutto è da osservarsi come le condotte di *tipping* e *tuyantage* sottendono un disvalore minore, o per lo meno differente, rispetto alla condotta di *Insider Trading* in senso stretto.

Infatti, mentre l'*Insider* che compie operazioni su strumenti finanziari sulla scorta del proprio vantaggio informativo lede “*sua manu*” la credibilità e la fiducia riposta dagli investitori nel mercato, lo stesso non potrebbe dirsi della condotta dell'*Insider* che semplicemente inizia un terzo al proprio vantaggio o gli suggerisce il compimento di un'operazione che potrebbe rivelarsi fruttuosa.

In queste due ultime fattispecie la lesione alla credibilità del mercato è, in ogni caso, rimessa alla volontà di chi è reso edotto delle informazioni (*tippee*) o di colui al quale è rivolto il consiglio (*tuyantee*).

Nel caso di *tipping* poi, l'effettiva portata lesiva della condotta è anche condizionata alle capacità interpretative del *tippee*, ben potendo questi estrapolare dall'informazione un significato economico differente da quello che l'operatore suggerirebbe.

In base a queste riflessioni la volontà del legislatore di accomunare queste fattispecie all'*Insider Trading* sotto il profilo della risposta punitiva, è spiegabile solo facendo discendere la *ratio* della punibilità del *tipping* e del *tuyantage* dalla lesione, sottesa al compimento di dette condotte, del vincolo fiduciario intercorrente tra l'*Insider* e la società per la quale opera.

Ai fini della punibilità dell'*Insider/tipper*, per comunicazione si intende ogni forma di trasmissione dell'informazione operata dall'*Insider*, escluso il caso di trasferimento fortuito di essa, perciò rileva la volontà dell'*Insider* di iniziare il *tippee* al vantaggio informativo.

L'inciso della lett. b) “senza giustificato motivo” sembrava poi riferirsi non solo alle scriminanti positivamente individuate (ad esempio quelle di cui all'articolo 51 del cod. pen.), ma più in generale ad ogni situazione di carattere professionale capace di giustificare la comunicazione, per esempio i casi di comunicazioni infragruppo finalizzate alla redazione del bilancio consolidato e più genericamente le divulgazioni di notizie operate ai sensi dell'articolo 114 del TUF.

In definitiva perciò sembra si possa dire che non ricadano nell'area della punibilità tutti quei passaggi di informazioni che appaiano inequivocabilmente ispirati ad una finalità differente da quella dello sfruttamento del vantaggio conseguito.

Va inoltre ricordato che sia il reato di *tipping* che quello di *tuyantage* sono punibili in base al dolo generico, perciò a prescindere dal fatto che poi il destinatario ponga in essere le operazioni suggerite dall'informazione o dall'*Insider* stesso.

La consumazione si ha con il trasferimento dell'informazione del consiglio, e un'ipotesi di tentativo è astrattamente configurabile nel caso della comunicazione che viene effettuata, ma che non perviene al destinatario. E' poi necessario sottolineare che, mentre il *tippee* era soggetto al regime che si dirà in seguito, il *tuyantee* invece andava esente da pena, a meno che non avesse compiuto le operazioni per conto dell'*Insider*, realizzandosi così un'ipotesi di concorso nel reato di *Insider Trading*.

Come appena visto, il *tippee* è il soggetto che riceve l'informazione privilegiata dall'*Insider*. Anche nei confronti di tale categoria di soggetti la disciplina repressiva dell'*Insider Trading* ha sempre posto dei divieti. In particolare il comma 2 dell'articolo 180 del TUF stabiliva nella formulazione originaria che “*con la stessa pena è altresì punito chiunque avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate dai soggetti indicati nel comma 1, compie taluno dei fatti descritti nella lettera a) del medesimo comma*”.

Perciò, secondo la legge previgente era punibile la condotta del *tippee* che avesse compiuto, anche per interposta persona, operazioni su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni privilegiate comunicategli dall'*Insider* primario.

Mentre il disposto della legge 157/1991 estendeva ai *tippees* tutti i divieti destinati agli *Insiders*, equiparando così a livello sanzionatorio condotte meritevoli di differenti trattamenti, la previsione dell'articolo 180, comma 2, puniva solo l'ipotesi di *tippee Trading*, in quanto considerato valido mezzo per dispiegare sulla credibilità del mercato i medesimi effetti destabilizzanti propri dell'*Insider Trading* in senso stretto.

Non erano sanzionate dunque le ipotesi concernenti la comunicazione dell'informazione o il consiglio sulla base di essa in quanto, come già rilevato, la punibilità stessa appare imperniata principalmente sulla violazione dell'obbligo di fedeltà peculiare dell'abuso funzionale<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> L'attuale disciplina colma anche la contraddizione della legge 157/1991 che non annoverava tra i *tippees* i soggetti resi edotti da chi disponesse delle informazioni privilegiate in ragione della propria qualità di azionista, soggetti che di fatto erano ingiustamente esclusi dall'area della punibilità.

Anche il *Trading del tippee* è punito in base al dolo generico, essendo di conseguenza necessario e sufficiente a configurare il reato l'esecuzione di operazioni su strumenti finanziari sfruttando le informazioni privilegiate ottenute dall'*Insider* primario.

Il medesimo comma 2 dell'articolo 180 del TUF poi sottolineava che le informazioni possono essere ottenute dall'*Insider* "direttamente o indirettamente"; con questa precisazione si intendeva che da un lato era fatto divieto di compiere operazioni borsistiche anche al *tippee* che avesse conseguito il suo vantaggio accidentalmente o all'insaputa dell'*Insider* (essendo ovviamente conscio del carattere privilegiato delle informazioni); dall'altro che i divieti contenuti nel comma in esame fossero estensibili anche a coloro che fossero iniziati dal *tippee* stesso, i cosiddetti *sub-tippess*.

Abbiamo fatto cenno ad una esimente: essa è contenuta nel comma 6 dell'articolo 180 del TUF, il quale dispone che sono fatte salve "le operazioni compiute per conto dello Stato Italiano, della Banca d'Italia, e dell'Ufficio Italiano Cambi per ragioni attinenti alla politica economica".

Il comma 3 dell'articolo 180 del TUF precisava cosa esattamente si intendesse nei commi precedenti per informazione privilegiata, il che costituisce un elemento essenziale per la configurazione delle citate fattispecie illecite.

Detto comma specificava le peculiarità idonee ad individuare l'informazione in questione, che doveva consistere in: 1) di un'informazione specifica di contenuto determinato; 2) di cui il pubblico non disponesse; 3) concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari; 4) che se resa pubblica, sarebbe stata idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo.

In merito al requisito della specificità e determinatezza del contenuto, va puntualizzato che esso è funzionale ad escludere dalla nozione di informazione rilevante i cosiddetti *rumors*, ossia le voci che spesso si diffondono nei mercati finanziari e che sono prive di un riscontro concreto<sup>40</sup>. Per il resto non è necessario

---

<sup>40</sup> SEMINARA ritiene il requisito finalizzato ad escludere "le voci, le congetture, le conoscenze non ancora cristallizzate, nonché quei dati ed elementi insuscettibili di assumere la valenza di un'informazione e la cui repressione aprirebbe varchi ad un'estrema incertezza".

che l'informazione si qualifichi come *hard information*, ma l'importante è che abbia un minimo di rilevanza concreta, che non sia il frutto di una mera elaborazione<sup>41</sup>.

La locuzione “*di cui il pubblico non dispone*” sembra poi assumere come fattore qualificante l'informazione privilegiata non tanto le formali modalità di diffusione volte a divulgare i fatti oggetto di essa, ma la sua effettiva conoscibilità da parte del pubblico, ammettendo così che una cosa è la divulgazione secondo i mezzi previsti dalla legge, altra cosa è l'oggettiva fruibilità delle notizie divulgate.

L'inerenza dell'informazione agli strumenti finanziari o ai loro emittenti comporta la rilevanza di tutte le informazioni che si mostrino ad esse attinenti, prescindere dal fatto che si tratti di *corporate* o *market information*, ben potendo l'informazione concernere anche un intero comparto finanziario o industriale, o addirittura un fenomeno di carattere macroeconomico.

Ultimo ed essenziale requisito è la cosiddetta *price sensitivity* dell'informazione, ossia la sua idoneità, una volta resa pubblica, di incidere sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari. Ovviamente l'individuazione di un soglia di incisività non è agevole data la enorme varietà degli strumenti finanziari quotati, perciò si ritiene che si debba risolvere la questione basandosi sul singolo caso in esame.

Altrettanto difficoltosa risulta poi essere la quantificazione dell'incisività sui prezzi, dal momento che essa deve essere rilevata in base ad una prognosi postuma da operarsi *ex ante*, cioè prendendo come momento di riferimento quello in cui fu commesso il fatto integrante reato.

Ai fini dell'accertamento viene poi presa in considerazione non tanto l'incidenza che il fatto oggetto dell'informazione ha concretamente causato ai prezzi, quanto la sua stretta idoneità ad influenzarli, prendendo atto delle difficoltà di tale ponderazione, dal momento che sono molti i fattori che incidono sulle quotazioni dei mercati finanziari e che perciò è spesso arduo isolare l'ampiezza della variazione conseguente ad uno solo di essi.

L'articolo 180, comma 1, del TUF prevedeva una pena detentiva fino a due anni e la multa da euro 10.329 a euro 309.874. Le sanzioni apparivano perciò

---

<sup>41</sup> Se così fosse, infatti, un suo abuso non genererebbe una situazione di *insider trading* ma potrebbe integrare una differente tipologia di condotta, detta *scalping*, che è propria di chi, dopo aver diffuso una propria autorevole valutazione su uno strumento finanziario, si approfitta del credito ad essa accordato dal pubblico per porre in essere operazioni speculative per conto proprio.

raddoppiate rispetto a quelle previste dalla legge 157/1991, nonostante permanessero notevolmente al di sotto di quanto previsto dalle legislazioni dei maggiori paesi a capitalismo avanzato . Inoltre la sanzione penale non era affiancata da nessun rimedio alternativo e, come rilevato da autorevole dottrina<sup>42</sup>, il *quantum* di pena finale poteva comunque essere interamente convertito in pena pecuniaria, rendendo vane tutte le possibilità di vedere in carcere anche l'*Insider* che si fosse macchiato della condotta più grave. Il legislatore poi non si era premurato di prevedere alcuna differenziazione di pena in base alla condotta, salvo stabilire all'articolo 180, comma 4, del TUF la possibilità di aumentare la multa fino al triplo ogniqualvolta essa fosse apparsa inadeguata, pure se applicata nel massimo, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del profitto che era derivato.

Furono perciò svariate le critiche<sup>43</sup> mosse alla nostra precedente legislazione, tra tutti i punti maggiormente controversi aveva sicuramente destato perplessità il mancato recepimento della disposizione presente in numerose esperienze legislative estere che subordina il minimo della pena irrogabile al profitto conseguito attraverso le operazioni incriminate.

Sarebbe stata una scelta certo più logica: si avrebbe avuto la comminazione di un quantum di pena effettivamente proporzionale alla lesività della condotta posta in essere.

Costituiva invece una nota positiva il disposto dell'articolo 180, comma 5, del TUF ai sensi del quale *“nel caso di condanna o di applicazione della pena su richiesta a norma dell'articolo 444 del cod. proc. pen. sempre ordinata la confisca dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per commettere il reato, e dei beni che ne costituiscono il profitto, salvo che essi non appartengano a persona estranea al reato”*.

Tale disposizione risultava essenziale a sottrarre al reo la disponibilità dei proventi del reato, cautela che la legge 157/1991 non contemplava, nonostante rimanesse da chiarire l'ampiezza del concetto di “profitto oggetto della confisca”, potendosi intendere più restrittivamente come la confisca “la conseguenza

---

<sup>42</sup> C. NAPOLEONI, *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 1998, dove l'autore sostiene che, data la monetizzabilità in termini tutt'altro che allarmanti per uno speculatore di borsa della pena detentiva, essa può essere facilmente rubricata come “voce di rischio” o “di costo” dell'operazione incriminata.

<sup>43</sup> S. SEMINARA, *cit.*

economica immediata del reato”<sup>44</sup>, ovvero anche ricomprendere “le somme di denaro e i beni di cui il reo ha disponibilità anche per interposta persona”.

In definitiva è dunque possibile affermare come, a prescindere da queste dispute, la confisca disposta dal comma 4 avrebbe potuto rappresentare “uno spauracchio finanche più efficace della pena”<sup>45</sup>, anche se non è possibile non contrastare la scarsa deterrenza dimostrata dalla disciplina scaturente dal precedente dettato del TUF, che a tutt’oggi può vantare pochissime applicazioni sfociate in una condanna. Lo stesso TUF prevedeva poi pene accessorie e misure interdittive.

Infatti l’articolo 182 stabiliva che chi fosse condannato per i reati di *Insider Trading* o aggio su strumenti finanziari sarebbe incorso nelle pene accessorie di interdizione dai pubblici uffici (articolo 28 cod. pen.); interdizione da una professione o da un’arte (articolo 30 cod. pen.); interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (articolo 32<sup>bis</sup> cod. pen.); incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (articolo 32<sup>ter</sup> cod. pen.) per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, e la sentenza di condanna avrebbe dovuto essere pubblicata su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Come noto, la pena accessoria è uno strumento che può espletare funzioni differenti; nel caso in esame è plausibile che abbia un fine innanzitutto afflittivo, infatti, specialmente in un reato di cui la pena è interamente monetizzabile, le inabilitazioni conseguenti a dette sanzioni aggiuntive possono dispiegare un’efficacia deterrente anche con maggiore rispetto alla pena principale.

In secondo luogo poi le pene accessorie avente carattere interdittivo sono funzionali anche a prevenire un’eventuale recidiva del soggetto che ha posto in essere la condotta criminosa nell’esercizio di una professione o di un’attività economica.

Da tale rilievo discende l’atteggiamento critico di quella dottrina<sup>46</sup> che, in sintonia con il disposto dell’articolo 27, terzo comma, della Costituzione (secondo cui la pena deve tendere alla rieducazione del condannato), avrebbe voluto che le interdizioni conseguenti alle pene accessorie trovassero applicazione solo ove sia

---

<sup>44</sup> IDEM.

<sup>45</sup> C. NAPOLEONI, *cit.*

<sup>46</sup> S. SEMINARA, *cit.*

ravvisabile nella condotta del reo un abuso funzionale, configurandosi altrimenti come un'insensata vessazione.

Nonostante la fondatezza di tali considerazioni occorre sottolineare però che la concreta applicazione delle pene accessorie è pesantemente condizionata alla possibile concessione del patteggiamento o della sospensione condizionata della pena.

Per quanto riguarda poi la pubblicazione della sentenza di condanna, spettava al giudice decidere sull'opportunità di pubblicarla per intero o per estratto e designare i quotidiani. Era sottinteso che essa fosse eseguita a spese del condannato.

Resta da illustrare l'ambito applicato della normativa degli articoli sopra indicati: il disposto dell'articolo 183 delimitava il campo di applicazione, sancendo al comma 1 che *“i reati previsti dagli articoli 180 e 181 (oggi 2637 cod. civ.) sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari negoziati presso mercati regolamentati italiani?”*.

Tale disposizione che estendeva anche al di fuori dei confini nazionali la vigenza della disciplina italiana, appare assolutamente giustificata in un ambito quale quello dei mercati finanziari, nel quale è possibile porre in essere operazioni speculative su una certa piazza a prescindere dal luogo in cui ci si trovi.

Non a caso la stessa direttiva sull'*Insider Trading* 89/592, che può essere considerata il “demiurgo” di tutta la normativa nazionale sull'argomento, sottolineava nei suoi “considerando” la necessità che tutti i paesi europei si dotassero in materia di una disciplina armonizzata, al fine di contrastare meglio le operazioni transfrontaliere effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate<sup>47</sup>.

La disposizione di carattere generale era invece presente al secondo comma che stabiliva, salvo quanto disposto dal comma 1, che le succitate discipline trovassero applicazione riguardo ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea.

Alla luce di quanto illustrato si può in sintesi affermare che le disposizioni in materia di *Insider Trading* e aggioaggio trovassero applicazione nei confronti delle condotte poste in essere in Italia aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato italiano o di un paese aderente alla Unione Europea,

---

<sup>47</sup> Cfr. “nono considerando”.

ovvero nei confronti delle condotte poste in essere all'estero aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato italiano.

Come avviene in tutti gli ordinamenti dei paesi a capitalismo avanzato, l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari si configura come il soggetto che ha maggiori possibilità, sulla scorta dell'attività svolta, di venire a conoscenza di ipotesi di *Insider Trading* o aggio su strumenti finanziari.

Si può affermare inoltre che più sono penetranti e incisivi i poteri di indagine ad essa accordati, maggiori sono le possibilità che le condotte criminose vengano alla luce.

Per quanto il legislatore italiano da un punto di vista meramente formale avesse da sempre condiviso questa tesi, avendo sempre dedicato disposizioni normative alle facoltà attribuite alla Consob, di fatto i poteri di cui la Consob ha potuto disporre fino ad oggi sono ben poca cosa rispetto a quelli di cui è dotata la SEC americana o la FSA britannica e la AMF francese<sup>48</sup>.

Già con riferimento al regime della legge 157/1991 era da rilevarsi come la Consob potesse disporre di una quantità e qualità di strumenti di indagine decisamente inferiori rispetto a gran parte delle autorità di vigilanza estere, in quanto la commissione non era dotata di poteri sanzionatori diretti o di poteri conservativi, né le era consentito il sequestro di documenti. In generale emergeva l'impossibilità per la Consob di effettuare in via non mediata interventi tempestivi, capaci quantomeno di raccogliere eventuali prove, prima che esse potessero inquinare rese irreperibili.

Proprio in base a quanto rilevato, da più parti si auspicava che, con il riordino della materia conseguente all'adozione del TUF, potesse avere luogo un ripensamento in merito ai mezzi e ai poteri di indagine accordati alla commissione.

Infatti, come preventivato, il ruolo e l'azione della Consob furono uno dei punti dibattuti in sede parlamentare<sup>49</sup>: furono proposte tra le altre cose, l'attribuzione alla Consob dei poteri propri degli agenti di polizia tributaria e in particolare della facoltà di compiere intercettazioni telefoniche, la previsione di una collaborazione di

---

<sup>48</sup> Per una comparazione, cfr. N. LINCiano – A. MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002.

<sup>49</sup> IDEM.

carattere privilegiato con la Guardia di Finanza ed un ampliamento dell'organico di 20 unità, ma tutte queste iniziative non vennero poi concretamente attuate.

Di conseguenza il TUF approvato conservava ben poco di quanto era stato preventivato in materia di poteri della Consob, nonostante apportasse alcune modifiche rilevanti rispetto alla precedente disciplina.

Gli articoli 185 e 186 del TUF mutavano infatti il sistema di competenze relativo all'accertamento del reato, in precedenza imperniato sul ruolo di filtro tecnico della Consob che comportava l'accentramento di tutte le *notitiae criminis* presso il suo presidente.

L'articolo 185 al comma 1 disponeva che “*quando ha notizia di taluno dei reati previsti dagli articoli 180 e 181 il pubblico ministero ne informa senza ritardo il presidente della Consob*”. Tale disposizione che apparentemente riprendeva quanto previsto dall'articolo 8, comma 5, della legge 157/1991, andava poi corredata con il dettato dell'articolo 186 del TUF<sup>50</sup>.

Il disposto congiunto delle disposizioni citate, che a prima vista sembrerebbe attingere apiene mani dalla legge 157/1991, in realtà tracciava una diversa fisionomia del rapporto intercorrente tra Consob e magistratura inquirente.

Innanzitutto non era riproposta il capo al presidente della Consob la competenza esclusiva ad acquisire le denunce inerenti alle ipotesi di reato, perciò veniva a cadere l'azione selettiva della commissione di vigilanza sulla fondatezza delle *notitiae criminis*, né sembrava ancora configurabile una sua attività istruttoria che fosse completamente svincolata dall'autorità giudiziaria.

Una volta ricevuta l'informazione da parte del pubblico ministero, la Consob espletava tutte le attività ispettive necessarie e, una volta terminati gli accertamenti, il presidente della commissione trasmetteva la documentazione prodotta, corredata di una relazione, alla magistratura inquirente.

Perciò, mentre in precedenza l'attività ispettiva della magistratura era subordinata ad un esito positivo di quella della Consob, nel sistema da poco riformato era possibile che le due attività fossero portate avanti parallelamente.

---

<sup>50</sup> Ai sensi del quale “*terminati gli accertamenti, il presidente della Consob trasmette al pubblico ministero, corredata da una relazione, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività prevista dall'articolo 185*”.

Inoltre la relazione della Consob da trasmettersi al pubblico ministero era resa obbligatoria, a prescindere dal riscontro effettivo di elementi in grado di avallare l'ipotesi di reato.

In un simile contesto dunque il ruolo dell'autorità di vigilanza sembrava assumere dei connotati più consultivi che concretamente inquirenti, potendosi ancora rinvenire per la Consob un ruolo di filtro tecnico solo nei casi in cui il *fumus mali iuris* fosse rinvenuto autonomamente dalla commissione<sup>51</sup>, che di conseguenza avrebbe proceduto con l'attività ispettiva e avrebbe reso edotta la magistratura inquirente solo una volta terminati gli accertamenti preliminari.

Ma in che cosa era mutata nel metodo l'attività di vigilanza della Consob?

Disponeva a questo proposito il comma 2 dell'articolo 185 del TUF che “*la Consob compie gli atti di accertamento delle violazioni avvalendosi dei poteri ad essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza*”; nei confronti dei soggetti vigilati pertanto la commissione godeva di ampi poteri (quale quello di richiedere dati, notizie e documenti, nonché quello di compiere ispezioni).

Poiché però di detti poteri investigativi era possibile valersi solo nei confronti dei citati soggetti, a completamento di essi il comma 3 dell'articolo 185 attribuiva alla Consob anche: (lett. a) la facoltà di richiedere dati, notizie o documenti a chiunque appaia informato sui fatti stabilendo un termine per la conseguente comunicazione; (lett. b) la facoltà di procedere all'audizione di chiunque appaia informato sui fatti redigendone processo verbale; (lett. c) la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni ed accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria senza inoltrare apposita richiesta al Ministero delle Finanze.

L'articolo 187 del TUF infine sanciva che nell'ambito dei procedimenti per i reati di cui agli articoli 180 e 181 del TUF la Consob esercitasse i diritti e le facoltà propri delle associazioni e degli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato.

Tale disposizione, che ricalcava in parte il comma 6 dell'articolo 8 della legge 157/1991, è spiegabile in base al rilievo secondo cui l'*Insider Trading* e le condotte manipolative del mercato ledono un interesse generale che è quello menzionato più volte della credibilità e liquidità dei mercati.

---

<sup>51</sup> Giova ricordare che i dipendenti della Consob ai sensi dell'articolo 4 del TUF “*nell'esercizio delle funzioni di vigilanza sono pubblici ufficiali e hanno l'obbligo di riferire esclusivamente alla Commissione tutte le irregolarità constatate, anche quando integrino ipotesi di reato*”.

Perciò il soggetto che meglio poteva farsi portatore di tale interesse era l'autorità che è preposta a vigilare sul loro corretto andamento.

In definitiva è da rilevarsi come i poteri che il TUF aveva concesso alla Consob non solo non sembravano sufficienti ad un'accurata ed incisiva attività di prevenzione delle fattispecie criminose in esame, ma la commissione pareva addirittura depotenziata rispetto a quanto previsto dalla legge 157/1991, che, se non altro, estendeva i poteri tipici della Consob a tutti i soggetti rientranti nella previsione della disciplina dell'*Insider Trading* e dell'aggiotaggio su strumenti finanziari.

Tale passaggio non è di poco conto, in quanto la successiva previsione maggiormente restrittiva escludeva la possibilità di compiere ispezioni nei confronti di gran parte dei soggetti che potevano essere coinvolti nel compimento degli illeciti che la normativa si proponeva di reprimere.

La nuova disciplina inoltre si era premurata di riproporre l'apparato sanzionatorio volto a colpire chi fosse di ostacolo alle attività investigative della commissione che in diversi casi si presentavano prive di una reale forza coercitiva.

Si può a ragione obiettare che è prevedibile che una disciplina repressiva che comporti notevoli difficoltà in campo probatorio, sanzioni certo non allarmanti e uno scarso apparato preventivo, abbia ben poca efficacia deterrente, rischiando così di rimanere lettera morta.

La fondatezza di questo rilievo sta proprio in una valutazione ex post del TUF: la disciplina, infatti, si è mostrata carente di incisività sotto più aspetti.

In primo luogo è stato rilevato come dalla formulazione della fattispecie di reato conseguisse un regime probatorio notevolmente più gravoso che rende più difficoltosa la stessa incriminazione dei soggetti autori della condotta<sup>52</sup>.

Assodato poi che l'efficacia di una disciplina che miri a reprimere l'*Insider Trading* dipende in larga parte dai poteri investigativi e di accertamento conferiti all'autorità nazionale di vigilanza sui mercati finanziari, è evidente che visti gli scarsi poteri di cui era dotata la Consob italiana difficilmente abbia avuto la possibilità di compiere un'azione tempestiva e risolutiva.

---

<sup>52</sup> V. NAPOLEONI, *Le novità introdotte dal Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari. In particolare la disciplina penalistica in materia di insider trading e di manipolazione del mercato mobiliare*, in *Incontro di studio sul tema : «I bilanci delle imprese»* Frascati, 2-4 aprile 1998.

Un ulteriore punto problematico era inoltre costituito dalla storica assenza, nella disciplina italiana repressiva degli abusi di mercato, di un apparato sanzionatorio di carattere amministrativo, da sempre presente nelle normative dei maggiori paesi a capitalismo avanzato. Il solo strumento penale, infatti, non si era rivelato in grado di fornire una risposta punitiva agli illeciti in questione che fosse adeguatamente deterrente e stigmatizzante.

### 1.5 LA LEGGE N. 61/2002 E IL NUOVO ARTICOLO 2637 COD.CIV.

Un auspicabile prospettiva di riforma della disciplina è stata offerta, come di consueto, da un impulso comunitario. Non prima però di un ulteriore tentativo di rivisitazione delle norme di diritto interno: la legge 61/2002 concernente la riforma degli illeciti penali e amministrativi per le società commerciali fu un'ulteriore occasione in questo senso.

Tale legge entrò in vigore per definire un nuovo impianto normativo riguardante la disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali.

La riforma attuata con questa legge conseguiva alla pressante necessità di razionalizzare il sistema penale societario con una normativa organica ed unitaria<sup>53</sup>.

Al fine di realizzare l'obiettivo di una maggiore determinatezza e tassatività degli illeciti penali commerciali, si è proceduto con una razionalizzazione degli articoli del Codice Civile: la conseguenza diretta di questa norma fu la modifica del Titolo XI del Libro V del codice civile, con la sostituzione delle norme in esso contenute con una nuova disciplina racchiusa nei nuovi articoli 2621 – 2641.

Anche il precedente articolo 2628 cod. civ. che disciplinava l'aggiotaggio veniva rimosso e sostituito.

Ora l'aggiotaggio è contenuto nel Capo IV “degli altri illeciti delle circostanze attenuanti e delle misure di sicurezza patrimoniale”.

Il nuovo articolo 2637 cod. civ. dispone che “ *chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in*

---

<sup>53</sup> V. BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2004.

*modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni?.*

Ora sono note le differenze strutturali tra l'attività di *Insider Trading* e quella di aggio: la manipolazione del mercato, infatti, è un'operazione in qualche modo speculare a quella che compie l'*Insider*, dal momento che la stessa non consiste nell'utilizzo di un'informazione vera ma riservata, bensì nella divulgazione di un'informazione falsa e comunque nell'artificiosa movimentazione del mercato; ed è un comportamento che si differenzia per l'attività posta in essere: l'*Insider* è punito indipendentemente dal fatto che lo stesso abbia effettivamente inciso sul prezzo dei titoli, eventualità questa che comporta soltanto un inasprimento della sanzione.

Occorre però tenere presente le conseguenze del nuovo articolo 2637 cod. civ.: la sanzione in esso prevista va infatti eventualmente raccordata con quelle specifiche contenute nel citato articolo 180 del TUF qualora il soggetto compisse attività manipolatoria e di *Insider Trading* simultaneamente.

L'intento del legislatore – unificare le diverse figure di aggio e realizzare una maggiore determinatezza del reato – si concretizza dunque con una nuova norma posta a tutela del regolare funzionamento del mercato, come pure il TUF per il reato di *Insider Trading*.

## **1.6 LA DIRETTIVA 6/2003 E LA LEGGE COMUNITARIA 18 APRILE 2005, N. 62**

La maggiore riqualificazione della normativa sull'*Insider Trading* è stata determinata, ancora una volta ad un impulso esterno. La Direttiva è stata emanata con la finalità, tra l'altro, di creare i giusti modelli per un'equa comunicazione delle informazioni privilegiate, assunto che i prodotti negoziati nei mercati finanziari esprimono prezzi che tendono a riflettere completamente tutte le informazioni disponibili.

L'intervento comunitario si è occupato dei fenomeni di abusivo sfruttamento delle informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, attraverso un approccio comune per l'intera eurozona.

Tra gli obiettivi del legislatore comunitario rilevano:

(i) l'introduzione di un uniforme regolamentazione del fenomeno informativo che faciliti l'operatività transfrontaliera degli operatori ed accresca la fiducia degli investitori nei mercati;

(ii) la predisposizione di una disciplina dell'informazione che, prevenendo abusi e manipolazioni, garantisca l'integrità del mercato finanziario;

(iii) l'introduzione di una regolamentazione organica che intervenendo su una pluralità di aspetti e con una pluralità di strumenti assicuri una corretta produzione, gestione e diffusione di quelle informazioni essenziali per un aumento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari.

La nuova direttiva 6/2003 sul *market abuse* ha dunque quale principale obiettivo quello di incrementare il livello di trasparenza nei mercati finanziari, in particolare attraverso l'imposizione di obblighi comportamentali ed organizzativi ai soggetti che hanno accesso alle informazioni rilevanti.

Con la legge comunitaria del 2004<sup>54</sup> è stata recepita in Italia la direttiva europea sul *market abuse* e sono state perciò apportate molteplici e non marginali modifiche a diverse disposizioni del TUF.

Di particolare rilievo appaiono le novità concernenti i maggiori poteri attribuiti alla Consob: poteri di accertamento, cautelari e sanzionatori, per il cui concreto esercizio è stato anche significativamente aumentato l'organico in dotazione dell'autorità di vigilanza.

I mercati finanziari sono infatti un tipico luogo di interessi diffusi, che fanno capo ad una pluralità indeterminata di soggetti, e la tutela di siffatti interessi appartiene storicamente al campo d'azione della pubblica amministrazione, il cui operare deve tendere appunto alla compiuta realizzazione di quegli interessi.

Da ormai circa trent'anni, tuttavia, è prevalsa anche in Italia la convinzione che nel settore dei mercati finanziari la specifica tutela di detti interessi imponga di preporvi un organismo pubblico di vigilanza, dotato non solo di peculiari poteri di natura amministrativa, ma anche per certi aspetti "paragiurisdizionale", e con competenza ad emanare norme secondarie (in forma di regolamenti) in forza di apposite deleghe legislative.

---

<sup>54</sup> Legge 18 aprile 2005, n. 62.

Alla base di tale scelta, condivisa da quasi tutti gli ordinamenti improntati ai principi dell'economia di mercato e fatta propria dall'Unione Europea, c'è, evidentemente, la convinzione che, altrimenti, la tutela di quegli interessi diffusi - interessi dei risparmiatori e degli investitori in genere, ma al tempo stesso anche interessi delle imprese, le quali col ricorso a mercato dei capitali in tutto o in parte si finanziano, e degli operatori professionali che in detto mercato agiscono come intermediari - rischierebbe di diluirsi troppo nei vasti compiti della pubblica amministrazione.

Molte sono le modifiche e le aggiunte al TUF disposte dalla legge 62/2005, che la delega integra e corregge. L'aspetto che ha subito più impressionato i primi osservatori della nuova disciplina è senza dubbio il forte accrescimento dei poteri di cui la Consob è stata dotata per accertare e contrastare quei fatti patologici che assumono ora quasi sempre rilevanza sia sul piano penale che amministrativo.

Già ad una prima lettura appare chiaro come il ruolo della Consob è stato rafforzato: quest'ultima, infatti, dispone della fattiva collaborazione della Guardia di Finanza, che agisce con i poteri che le spettano ai fini dell'accertamento dell'Iva e dell'imposta sui redditi.

Ancora la commissione si avvale poi di tutte le pubbliche amministrazioni, giudiziaria in primo luogo, nello svolgimento delle sue indagini, che vanno dalla richiesta di notizie a chiunque sia informato dei fatti, alle registrazioni telefoniche, alle audizioni personali fino al sequestro dei beni frutto dell'illecito.

La Consob ora può irrogare sanzioni amministrative motivate; se il fatto costituisce reato, la commissione informa l'autorità giudiziaria.

A sua volta il pubblico ministero, quando abbia notizie di abusi di informazioni privilegiate informa la Consob che, in cambio, trasmette al magistrato la documentazione raccolta sul caso.

Consob e magistratura sono insomma invitate ad un'effettiva collaborazione nel procedimento. Ancora il ruolo di maggior rilievo della Consob viene sottolineato dal fatto che può costituirsi parte civile. Il presidente della Consob, Lamberto Cardia, ha recentemente affermato<sup>55</sup> che *“questa direttiva pone le premesse per il rafforzamento della Consob sia sul piano normativo, attraverso il conferimento di poteri più efficaci e più incisivi, sia su*

---

<sup>55</sup> Intervista rilasciata nell'aprile 2005 ai giornalisti delle testate nazionali.

*quello, non meno importante dell'organico. Su questi presupposti l'attività di vigilanza potrà essere più vicina alle esigenze del mercato e in particolare dei risparmiatori".*

La valutazione che Cardia trae sulla legge è positiva perché *“di questo traguardo può essere soddisfatta non solo la Consob, ma l'intera comunità finanziaria italiana e internazionale. Il recepimento della direttiva sulla lotta agli abusi di mercato era, infatti, un elemento importante - ma ad oggi incompiuto – del giudizio sostanzialmente positivo espresso dal Fondo monetario internazionale sul sistema finanziario del nostro Paese”.*

In base alla legge la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate (cioè precise, non pubbliche, concernenti strumenti finanziari o emittenti) deve avvenire “senza indugio”.

In caso di comunicazione, intenzionale o involontaria, dell'informazione a un terzo non soggetto a riservatezza, l'informazione dovrà essere subito divulgata: ritardi possono avvenire alle condizioni stabilite dalla Consob e se non inducono il pubblico in errore.

La Consob peraltro può imporre la divulgazione di notizie e documenti. L'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob è punito con la reclusione fino a due anni e la multa da diecimila a duecentomila euro.

L'abuso di informazioni privilegiate (acquisto, vendita di strumenti finanziari o derivati, comunicazione ad altri, raccomandazioni etc.) è particolarmente inasprito, con la previsione della reclusione da uno a sei anni e multa da ventimila a tre milioni di euro.

Non solo: il giro di vite è confermato dal fatto che il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o profitto conseguito col reato quando, per la “rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole” e l'entità dell'illecito la pena, anche nel massimo, appaia inadeguata.

Accanto alle sanzioni penali sono previste quelle amministrative, sempre tra ventimila e tre milioni di euro e aumentabili nella stessa misura prevista per la multa.

Altre sanzioni, accessorie, prevedono poi la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate o società controllate da società quotate.

Viene inoltre sanzionata la manipolazione del mercato: è punito chi, anche tramite internet, diffonda voci e notizie false e fuorvianti sugli strumenti finanziari.

Conseguenza diretta della legge 62/2005 è stata la riformulazione della Parte V, Titolo i, Capo IV del TUF introducendo un nuovo Titolo I *bis* rubricato "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato".

Nei nuovi articoli del TUF il legislatore ha disciplinato, sia come illeciti amministrativi che come reati penali, sia l'abuso di informazioni privilegiate (articoli 184 e 187 *bis*) che la manipolazione di mercato (articoli 185 e 187 *ter*).

Viene definitivamente ribadito che si ha abuso di informazioni privilegiate quando "chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate, in ragione della sua qualità di membro dell'organo di amministrazione, di direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica o di un ufficio", ponga in essere una delle seguenti condotte:

- (i) acquisto, vendita o compimento di operazioni per conto proprio o di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (cosiddetto *Insider Trading*);
- (ii) comunicazione di informazioni privilegiate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro (cosiddetto *tipping*);
- (iii) raccomandazione al compimento di talune delle operazioni sopraindicate (cosiddetto *tuyantage*).

Anche la nozione di "informazione privilegiata" è oggetto di apposito articolo: il nuovo articolo 181 del TUF la definisce con i requisiti che la contraddistinguono; essa deve avere:

- (i) carattere preciso<sup>56</sup>;
- (ii) non deve essere stata resa pubblica;
- (iii) deve concernere, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari;
- (iv) se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari. Si tratta del requisito della *price sensitivity*.

---

<sup>56</sup> Specifica il comma 3 dell'articolo 181 del TUF che un'informazione può dirsi di carattere preciso se: a) "si riferisce ad un complesso di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà"; oppure se b) "è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari".

identificata nella capacità dell'informazione di influire sulle scelte di investimento dell'investitore ragionevole.

Confermati gli ambiti applicativi della legge, (*“i reati e gli illeciti di cui al presente titolo sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, purché attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata fatta richiesta d'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentare italiano”*), come pure le clausole di esclusione per le quali la disciplina non trova applicazione, ossia:

(i) nei confronti delle operazioni di politica monetaria, valutaria, di gestione del debito pubblico, compiute da qualsiasi Stato membro o da una sua Banca centrale, dal sistema europeo delle Banche centrali o da qualsiasi ente o soggetto che agisca in loro nome e per loro conto;

(ii) nei confronti di negoziazioni di azioni, obbligazioni o di altri strumenti propri quotati, effettuate nell'ambito di un programma di riacquisto da parte di un emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento.

E' nell'ambito dell'identificazione dei cosiddetti soggetti “attivi” che il nuovo TUF è particolarmente preciso. Infatti sono soggetti “attivi” delle condotte:

(i) *Insiders primari* (è il caso di amministratori, sindaci, dirigenti, revisori, liquidatori etc.) intendendosi coloro che vengono in possesso dell'informazione privilegiata in ragione delle loro qualità istituzionali ovvero in ragione della loro attività, nonché partecipazione al capitale dell'emittente. Rientrano in tale categoria anche coloro che hanno un accesso temporaneo (è il caso dei consulenti manageriali e finanziari, studi legali, etc.);

(ii) *Insiders secondari* – vale a dire coloro che a qualunque titolo si trovano a detenere l'informazione privilegiata senza che essa sia stata acquisita in virtù di una partecipazione al capitale o di un incarico societario;

(iii) *Insiders criminali* – per la prima volta introdotti nel nostro ordinamento si tratta di soggetti che pongono in essere le citate condotte vietate dopo essere venuti in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose (ad esempio

è il caso di un hacker informatico<sup>57</sup>. Per tali soggetti trovano applicazione le medesime sanzioni degli *Insiders* primari.

Come anticipato il nostro ordinamento sanziona chi, in possesso di informazioni privilegiate, commetta atti di *Trading, tipping* e *tuyantage*.

Si tratta di un nucleo di comportamenti che hanno una caratteristica in comune: il possesso (nella previgente disciplina rilevava l'ottenimento diretto o indiretto dell'informazione) e l'utilizzo di informazioni privilegiate per fini speculativi. Tali condotte si sostanziano in:

(i) divieto di acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (articoli 184 lett. a e 187**bis** lett. a);

La condotta in esame è quella di *Trading*, la quale mira a punire ogni effettivo sfruttamento dell'informazione privilegiata, fondato sulla necessaria rilevanza dell'informazione, per finalità speculative. La condotta è individuata nell'attività di compravendita di strumenti finanziari, ai fini dell'applicazione delle sanzioni penali e non presenta al un mutamento sostanziale rispetto alla precedente disciplina.

Rispetto al precedente articolo 180 del TUF il legislatore si è solo limitato a precisare ulteriormente che vi deve essere l'effettivo sfruttamento dell'informazione privilegiata (da qui la scelta del verbo "utilizzare" anziché "avvalersi" ed il richiamo al possesso dell'informazione medesima), per finalità speculative. La norma è costruita sul pericolo in concreto di alterazione del mercato.

Per tale fatto gli *Insiders* primari e criminali sono puniti sia in via penale che amministrativa, mentre invece sono soggetti alle sole sanzioni amministrative gli *Insiders* secondari.

L'altra condotta vietata, invece, consiste nel:

(ii) divieto di comunicare le informazioni privilegiate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (articoli 184 lett.b e 187**bis** lett.b).

E' la condotta nota come *tipping*. Essa consiste nella rivelazione ad opera di un *Insider* (sia primario che secondario, detto in tal caso *tipper*) di informazioni

---

<sup>57</sup> A. MONTONESE, *La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate* in "Diritto commerciale d'oggi- studi e commenti", 2005.

privilegiate da esso possedute ad un terzo (detto *tippee*) con la conseguente possibilità che quest'ultimo se ne serva per compiere operazioni.

Ora la nuova formulazione della norma prevede la punibilità di due condotte distinte in due separate fattispecie: da un lato vi è la mera comunicazione dell'informazione privilegiata (*tipping*) dall'altro la raccomandazione alle operazioni di compravendita (in tal caso si è nella fattispecie di *tuyantage*, ove vi è solo l'attività di raccomandazione senza che vi sia la trasmissione dell'informazione).

La precedente formulazione dell'articolo 180 del TUF disciplinava, invece, unitariamente la condotta del "comunicare" ovvero del "consigliare" ad altri il compimento di operazioni di *Trading* sulla base delle informazioni privilegiate.

Resta la clausola di giustificato motivo: la trasmissione di informazioni è sempre lecita quando trova giustificazione in norme che lo consentono o che addirittura le impongono, è il caso ad esempio delle informazioni che vengono trasmesse in funzione dell'attività di coordinamento<sup>58</sup>.

Diversamente nel sistema precedente era punito unicamente a titolo penale, oltre all'*Insider* primario, l'*Insider* secondario che avesse posto in essere esclusivamente attività di *Trading*.

Ora l'attività di *tipping* è autonomamente considerata, pertanto, il cosiddetto *tippee* può porre in essere attività di *Trading*, ma anche nuovamente attività di *tipping* o *tuyantage*.

Ancora si prevede il divieto di

(iii) raccomandare o indurre altri sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di operazioni di acquisto, vendita o altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime ( articoli 184 lett. c e 187bis lett. c).

Tale condotta, nota con il termine *tuyantage*, consiste nel mero consiglio ad opera dell'*Insider*, di una o più operazioni sulla scorta delle informazioni privilegiate possedute. La condotta si sostanzia pertanto nel mero consiglio al compimento

---

<sup>58</sup> Si tratta di un esimente molto simile a quella nota nel diritto statunitense come *safe harbour*, un "porto franco" attribuito a chi non può essere ritenuto responsabile di insider trading se ha operato in applicazione e secondo modalità dettagliatamente specificate in contratti conclusi prima di venire a conoscenza dell'informazione privilegiata.

dell'operazione, che, come nel sistema precedente, è sanzionata anche se non accompagnata dal trasferimento dell'informazione privilegiata stessa.

Quanto ai soggetti valgono le medesime considerazioni svolte per le precedenti condotte: a) tale condotta può essere posta in essere oltre che da *Insider* primari anche da *Insider* secondari e criminali; b) gli *Insider* primari e criminali sono sanzionati penalmente (ed eventualmente anche con sanzioni amministrative) mentre agli *Insider* secondari sono punibili unicamente in via amministrativa.

Come evidenziato per l'attività di *tipping*, anche per l'attività di *tuyantage* il previgente sistema prevedeva che tale condotta fosse sanzionata penalmente a carico dell'*Insider* secondario solo nel momento in cui avesse compiuto operazioni di *Trading*.

Ora l'*Insider* secondario è punito (unicamente) con la sanzione amministrativa per il mero compimento dell'attività di *tuyantage*.

Tra tutte le innovazioni della legge 62/2005 quella probabilmente più dirimpante è che l'abuso di informazione privilegiata è ora configurato sia come reato che come illecito amministrativo (cosiddetto sistema del doppio binario).

Con tale sistema si introduce nel nostro ordinamento una disciplina di carattere amministrativo diretta, al pari di quella penale, alla repressione degli abusi di mercato, ma che, in ragione della sua natura, può garantire un'azione deterrente maggiormente tempestiva e mirata.

Ciò premesso si osservi che interessati da tale sistema sono solo gli *Insiders* primari e criminali.

I primi commenti non escludono criticità operative: i due procedimenti dovranno essere paralleli. L'articolo 187<sup>duodecies</sup> del TUF, prevede la forma cumulativa del reato e dell'illecito amministrativo. Il procedimento amministrativo non può infatti essere sospeso per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto gli stessi fatti, non opera alcuna pregiudiziale (né facoltativa né obbligatoria) pertanto i due procedimenti potranno anche portare ad esiti diversi.

Per la dottrina maggioritaria<sup>59</sup> la scelta del legislatore è orientata verso una valutazione "pan-punitiva" che tenga ferma la sanzione penale (per di più inasprita)

---

<sup>59</sup> Sulla questione si veda: F.CARBONETTI –P. IELO, in AA.VV., Convegno Paradigma *Market abuse la nuova disciplina*, Milano 8 -9 giugno 2005; E. RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in "Diritto e pratica delle società", n. 11 del 2005; A. DE NICOLA, *Trasparenza dei mercati al via la market abuse*, ivi. Secondo altra parte minoritaria

per le sanzioni più gravi e che al contempo aggiunga una sanzione amministrativa, con il preciso scopo di avvalersi della indefettibilità di quest'ultima<sup>60</sup>.

La sanzione amministrativa infatti, oltre ad avere natura afflittiva, è nota per il suo carattere di effettività ed immediatezza: tra l'altro per essa non è prevista la sospensione condizionale dell'illecito amministrativo.

Le sanzioni penali sono la reclusione da uno a sei anni (la precedente disciplina prevedeva la reclusione massimo ad un anno) e la multa da ventimila a tre milioni di euro.

Come già detto (e previsto anche nel previgente sistema) il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguente dal reato, essa appaia inadeguata anche se applicata nel massimo (articolo, comma 3, del TUF).

Le sanzioni amministrative sono ricomprese tra i ventimila euro e i tre milioni di euro. Ai sensi dell'articolo 187*bis*, comma 5, del TUF il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito, le sanzioni appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo.

Infine a ciò si aggiunga che, ai sensi dell'articolo 187*septies*, comma 8, del TUF non è più prevista l'oblazione per le sanzioni amministrative pecuniarie.

---

della dottrina (cfr. PARMEGGIANI, Commento alla nuova disciplina del recepimento della normativa comunitaria in materia di *market abuse*, in [www.reatisocietari.it](http://www.reatisocietari.it)) l'ambito di applicazione della fattispecie di illecito penale o amministrativo verrebbe a differenziarsi esclusivamente quando sussista il reato. Le due sanzioni sarebbero non cumulabili e alternative.

<sup>60</sup> A. MONTONESE, *cit.* A favore del cumulo delle sanzioni previste vi è il nuovo articolo 187 *terdecies*. La disposizione prevede una sanzione pecuniaria alla parte eccedente rispetto a quanto già riscosso dall'Autorità amministrativa. Secondo alcuni ciò indurrebbe a parlare di una particolare modalità di esazione piuttosto che di cumulo (anziché procedere alla restituzione di quanto non più dovuto a titolo di sanzione amministrativa si può esigere integralmente la pena pecuniaria e si imputa a pena pecuniaria quanto già riscosso a titolo di sanzione amministrativa).

## CAPITOLO II

### L'INSIDER TRADINGE GLI ORDINAMENTI ESTERI.

#### LA MARKET ABUSE DIRECTIVE

##### 2.1 LE RAGIONI DI UNA COMPARAZIONE DELL'INSIDER TRADING.

Dopo aver analizzato l'attuale quadro normativo del nostro Paese ed aver approfondito il contesto, anche storicamente definito, nel quale esso si innesta, appare opportuno proporre una comparazione tra le discipline aventi ad oggetto l'*Insider Trading* nei maggiori paesi a capitalismo avanzato.

Quello che balza subito all'occhio dell'osservatore è che le differenze tra paesi che reprimono l'attività di *Insider Trading* sono numerose e non sono trascurabili.

Ci si può interrogare sulle ragioni di queste diversità e in che misura esse siano riconducibili ad effetti normativi, ma al lettore attento non sfuggirà che queste differenze sembrano affondare le loro radici nel tempo, indipendentemente dalle discipline oggi vigenti.

Del resto è sufficiente confrontare l'atteggiamento verso l'*Insider* da parte degli operatori in Italia e negli Stati Uniti all'inizio del '900 per appurare la diversa visione del fenomeno.

Nel nostro paese le banche di investimento più importanti appoggiavano operazioni di *Insider Trading*: esemplare è il caso di Ferruccio Prina<sup>1</sup>, presidente della Terni, che speculò sul titolo azionario della sua società grazie ai sostegni economici ricevuti dalla Comit; negli Stati Uniti, proprio negli stessi anni, i giuristi argomentavano, invece, come questa tipologia di operazioni fosse moralmente offensiva<sup>2</sup>.

Oggi, in scala mondiale, su un totale di 110 nazioni dotate di borsa valori, 87 hanno regolato il fenomeno dell'*Insider Trading*. Questa situazione è il risultato di una

---

<sup>1</sup> Un interessante approfondimento storico del periodo è contenuto in F. BONELLI, *La crisi del 1907*, Fondazione Luigi Einaudi, Torino, 1971.

<sup>2</sup> J. R. MACEY, *Insider trading, Economics, politics and policy*, The American Enterprise Institute, Washington, D.C., 1991, che accoglie gli scritti di H. L. WILGUS con il suo giudizio in tema d'*insider trading* dell'inizio del XX secolo.

disputa non priva di tensioni tra le due maggiori correnti teoriche sull'argomento: quella liberista e quella repressiva.

Appartengono alla prima opinione tutti coloro che si dicono convinti che l'applicazione di un meccanismo sanzionatorio sull'*Insider Trading* riduca, e non poco, l'efficienza del mercato<sup>3</sup>; si schierano invece con la seconda i giuristi le cui convinzioni reputano l'*Insider Trading* una forma di appropriazione indebita del valore dell'informazione privilegiata a danno di altri investitori<sup>4</sup>, con la conseguenza che la repressione di questo crimine aumenta la fiducia degli investitori nel mercato e quindi la sua crescita.

Queste correnti teoriche hanno sviluppato le loro argomentazioni in più di 250 pubblicazioni negli ultimi 40 anni, attraversando trasversalmente ogni nazione a capitalismo avanzato potenzialmente assoggettabile al fenomeno dell'*Insider Trading*.

Gli argomenti di fondo a sostegno di queste posizioni evidentemente contrapposte riposano essenzialmente su tre tesi contro la repressione dell'*Insider Trading* e tre opinioni a favore dell'instaurazione di un sistema sanzionatorio.

In tal senso ritengo opportuno ripercorrere brevemente queste posizioni.

La prima argomentazione a supporto di un'opinione liberista asserisce che l'*Insider Trading* è un singolare caso di *victim less crime* (crimine senza vittime)<sup>5</sup>.

La ragione di questa affermazione sta nel fatto che, poiché le transazioni effettuate dall'*Insider* muovono il prezzo del titolo nella stessa direzione dell'informazione privilegiata, conseguentemente anche la controparte dell'*Insider* acquisisce vantaggio dalle transazioni dello stesso.

Ad esempio, in caso di informazione al rialzo, l'*Insider trader* acquistando una certa quantità di titoli aumenterebbe il prezzo dell'azione; pertanto la controparte potrebbe vendere lo stesso titolo ad un prezzo più alto di quanto avrebbe fatto senza le transazioni dell'*Insider*.

Un secondo argomento si basa sul concetto che l'unico modo effettivo di compensare i *managers* avviene attraverso l'utilizzazione di informazioni privilegiate<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> H. MANNE, *cit.*

<sup>4</sup> Tra coloro che contrastano le teorie liberiste, A. DE SANCTIS, *Insider trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, Il Sole 24 ore Pirola, Milano, 1995.

<sup>5</sup> Opinione particolarmente sostenuta da numerosi economisti statunitensi.

<sup>6</sup> H. MANNE, *cit.*

Questo avviene in ragione del fatto che i *bonus* e le *stock options* non sono sufficientemente valorizzati ed economicamente attrattivi per i *managers* della società.

L'ultima argomentazione contro la regolamentazione del crimine pone a proprio fondamento la nozione di mercato finanziario nel senso più ortodosso; il mercato è infondo efficiente quando il prezzo dell'azione riflette tutte le informazioni disponibili, incluse quelle privilegiate. Quindi l'attività dell'*Insider* fa crescere il prezzo dell'azione più velocemente verso il valore che meglio riflette i fondamenti della società<sup>7</sup>.

Le tre maggiori opinioni che, ribaltando quanto sopra enunciato, sostengono la repressione dell'*Insider Trading* asseriscono invece tutt'altro.

Innanzitutto le informazioni privilegiate di una società sono di proprietà della stessa; si tratta pertanto di dati indisponibili ai terzi, con la conseguenza che l'appropriazione di informazioni da parte di un soggetto diverso dal proprietario della società potrebbe essere assimilata al furto<sup>8</sup>.

Una seconda argomentazione viene definita "egualitarismo del mercato"; essa si sviluppa sulla considerazione che tutti gli investitori dovrebbero prendere le loro decisioni di investimento sulla base della stessa serie di informazioni<sup>9</sup>, in modo da avere le medesime opportunità di realizzo<sup>10</sup>.

Infine la terza argomentazione è quella alla cui base si pone una visione di integrità del mercato. Questa teoria sostiene che l'*Insider Trading* danneggia il mercato nelle sue fondamenta<sup>11</sup>.

Il danno di cui si parla si manifesta in due direzioni principali; la prima opera come una reazione a catena che colpisce l'operatività del market maker e la compravendita degli investitori: la presenza di *Insider traders* crea delle perdite ai *market*

---

<sup>7</sup> IDEM.

<sup>8</sup> Numerosi esponenti della dottrina convergono su questo punto: S.SEMINARA, *cit.*, A. BARTALENA, tra gli italiani; S. H. PENMAN, *A comparison of the information content of insider trading and management earnings forecast*, in "Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 20, March, 1985, tra gli statunitensi, che vantano una consolidata esperienza sull'argomento.

<sup>9</sup> G. CARRIERO, *Il problema dell'insider trading*, in "Foro italiano", 1988.

<sup>10</sup> Nella giurisprudenza statunitense la sentenza SEC v. Texas Gulf Sulphur Company, afferma che il divieto di insider trading è basato sull'idea della giustificabile aspettativa del mercato mobiliare che tutti gli investitori operanti su scambi anonimi abbiano un accesso relativamente eguale ad informazioni rilevanti.

<sup>11</sup> F. FALLICA, *La tutela dell'informazione privilegiata in ambito societario*, in "Diritto dell'Economia", Quaderni 04.

*makers* i quali per mantenere i profitti nel lungo termine, tendono ad incrementare le differenze tra i cosiddetti *bid-ask* (quotazioni diverse tra domanda e offerta).

Questa situazione crea un incremento dei costi di negoziazione, diventando una sorta di tassa implicita addizionale per tutti gli investitori, comportando anche un disincentivo nell'attività di investimento nei mercati regolamentati.

Gli effetti appena descritti causano, da una parte una diminuzione della liquidità del mercato, dall'altra una riduzione dell'efficienza del mercato, nonché un aumento del costo del capitale per le società quotate.

Una seconda direzione nella quale si conclama il danno dell'*Insider Trading* sta nel fatto che gli investitori istituzionali supportano alti costi di ricerca per definire le loro decisioni di investimento e conseguentemente le loro speculazioni seguono i risultati delle analisi dei fondamentali delle società<sup>12</sup>. Ma l'*Insider Trading* influenza il prezzo dell'azione a causa del possesso e dell'uso di un'informazione privilegiata non tanto, però, per i dati fondamentali (i ricavi societari e gli utili attesi) della società.

Questa tendenza rappresenta un'indicazione ingannevole per gli investitori istituzionali tant'è che essi valutano i titoli oggetto delle loro analisi in disaccordo con dinamiche di studio.

Questo implica che la trattazione di titoli azionari da parte di investitori istituzionali può alterare anche profondamente il valore di un'azione in base al valore stesso attribuito all'informazione privilegiata.

In questo contesto la volatilità dell'azione è maggiore, con possibili aumenti delle perdite. La preoccupazione per queste possibili perdite potrebbe giustificare il disimpegno da una rigorosa metodologia di analisi finanziaria, per lasciarsi magari guidare da criteri di valutazione aleatori, spesso non privi di finalità speculative.

Il fatto di trascurare la ricerca del valore effettivo del titolo da parte degli operatori può comportare l'attivazione di un circolo vizioso che conduce i prezzi dei titoli quotati nei mercati regolamentati lontani dai valori reali, minando l'integrità del mercato.

La breve analisi di queste teorie e delle loro argomentazioni offre una semplice, ma efficace chiave di lettura della ragione per cui solo alcuni dei paesi dotati di uno o più mercati regolamentati abbiano regolato l'*Insider Trading*.

---

<sup>12</sup> P. CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading*, CEDAM, Padova, 1993

Purtroppo un'analisi più approfondita dimostra che su centodieci (110) nazioni solo trentotto (38)<sup>13</sup> hanno davvero regolamentato il crimine; in generale, infatti, non è molto alta la frequenza con cui si fa uso di questi provvedimenti sui mercati mondiali. In tal senso, ad esempio, il mercato londinese presenta all'incirca trecento (300)<sup>14</sup> casi all'anno, ma per evidenziare la scarsa presenza di condanne effettive basta ricordare che negli ultimi venti anni del secolo scorso sono stati instaurati solo quarantasei (46) processi, si sono avute solo trenta (30) sentenze di condanne e solo due (29) multe in cui l'esborso risultava essere superiore ai benefici ottenuti da coloro che hanno infranto le norme.

Nelle pagine di questo capitolo analizzerò il fenomeno dell'*Insider Trading* in alcuni dei suddetti paesi.

## 2.2 L'INSIDER TRADING NELLA LEGISLAZIONE STATUNITENSE

Negli Stati Uniti la lotta all'*Insider Trading* rappresenta uno degli aspetti che più caratterizza il controllo e la regolazione dei mercati finanziari. Secondo uno degli ex presidenti della SEC Levitt “*l'Insider non può assolutamente trovare spazio in un sistema economico rispettoso della legge*”.

Basta questa affermazione per comprendere come qualsiasi indagine comparativa sulle problematiche poste dall'*Insider Trading* non può non prendere le mosse dal sistema statunitense, sia per ragioni di carattere storico - si tratta del più antico modello normativo vigente – sia perché questa disciplina ha, in un modo o in un altro, influenzato l'intero *corpus* giuridico degli altri ordinamenti su questa fattispecie.

Due sono le ragioni che hanno reso gli Stati Uniti la “culla” della normativa sull'*Insider Trading*: una sociologica, l'altra storica.

La prima ragione si basa sulla *forma mentis* degli americani: in un paese dove vengono privilegiati l'autonomia, la *mastery* (“il farsi strada facendosi valere”) e quindi l'individualismo quali elementi costitutivi dell'ordine sociale, è logico attendersi un clima di forte ostilità verso l'*Insider Trading* e la disuguaglianza alla fonte che produce

---

<sup>13</sup> F. FALLICA, cit.

<sup>14</sup> N. LINCIANO e A. MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna 2002.

tra chi è in possesso di certe informazioni e chi non lo è, clima che è stato fortemente avversato dalla giurisprudenza statunitense, come è stato osservato con una singolare ma efficace definizione “*l’Insider Trading è riservato a chi disprezza la madre, la torta di mele e il baseball*”<sup>15</sup>.

La seconda ragione, invece, di matrice storica, fa risalire alla crisi di Wall Street del 1929 ed alle sconvolgenti conseguenze economiche degli anni successivi la scelta di una legge garantista e tutelante.

Nel 1933, infatti, viene promulgato il *Securities Act*, che regola l’emissione dei titoli mobiliari, e l’anno successivo il *Securities Exchange Act*, che disciplina le transazioni tra i titoli istituendo un apposito organo di controllo e di regolamentazione del mercato borsistico: la Securities and Exchange Commission (SEC), preposta al controllo ed alla sorveglianza dell’attività mobiliare rientrante nella legge federale.

E’ proprio nel contesto del *Securities Exchange Act* che trova origine la disciplina dell’*Insider Trading*<sup>16</sup>; in base ad esso, infatti, viene imposto a carico degli azionisti di una certa rilevanza titolari del dieci per cento (10%) o più del capitale sociale, e a carico degli amministratori e degli alti dirigenti che possiedono azioni della società indipendentemente dal loro ammontare, l’obbligo di rendere pubbliche tutte le operazioni compiute sui titoli, iscrivendole in un apposito registro della SEC.

La stessa norma, poi, istituisce a carico dei suddetti soggetti, l’obbligo di lasciare passare almeno sei (6) mesi fra un’operazione e l’altra relativa ai titoli della società.

La norma è veramente rigorosa e precisa. La presunzione assoluta che le transazioni compiute nei sei (6) mesi siano avvenute in base ad informazioni societarie non pubbliche determina l’ampliamento ad un numero di casi molto vasto tale da escludere la presenza del fenomeno.

Restano comunque fuori altri avvenimenti, attribuibili all’utilizzo improprio delle informazioni privilegiate. Sul piano soggettivo la qualificazione di *Insider* contenuta nella disposizione in questione corrisponde all’identificazione delle persone fisiche di una società nelle diverse vesti di amministratori, soci di

---

<sup>15</sup> A. N. LICHT, *The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems*, in “Delaware Journal of Corporate Law”, vol. 26, 2001

<sup>16</sup> G. CARCANO, *Insider trading* in “Rivista Societaria”, 1985

maggioranza, direttore generali e finanziari, che in virtù della carica ricoperta hanno diritto di accedere alle informazioni riservate della società di appartenenza<sup>17</sup>.

Questa definizione non comprende le transazioni effettuate in conformità a informazioni riservate eseguite dai soggetti che, sebbene a contatto con la società, non appartengono alle categorie considerate (quasi *Insider*), quanto ad estranei che ricevano notizie riservate dagli *Insiders (tippee)*, quanto da *outsiders* veri e propri.

La norma inoltre sanziona le operazioni compiute dai soggetti appena elencati aventi a d oggetto i titoli della società di appartenenza, trascurando l'ipotesi che, in virtù della posizione coperta, si possa avere accesso ed utilizzare informazioni relative anche a titoli di società diverse da essa.

La legge punisce il comportamento dell'*Insider* in quanto lesivo dei doveri fiduciari di questi nei confronti della società di appartenenza e individua quale danneggiato del comportamento la società stessa.

Concretamente, però, i veri danneggiati sono gli azionisti, controparti contrattuali dell'*Insider*. Ancora è sufficiente che la rivendita avvenga dopo che siano trascorsi sei (6) mesi perché la norma non sia più applicabile<sup>18</sup>.

Per sopperire alle mancanze del *Securities Exchange Act* in tema di aggiramento delle disposizioni con operazioni di rivendita oltre il periodo considerato, e per evitare il pericolo di frodi nella emissione dei titoli o nella loro negoziazione, la SEC emanava nel 1942 una nuova norma attuativa, nota anche come *Rule 10b-5*. Quest'ultima dispone che “è illecito per chiunque impiegare, direttamente o indirettamente, ogni mezzo o strumento del commercio interstatale o della posta o messo a disposizione da qualsiasi borsa valori nazionale: a) per realizzare qualunque espediente, schema o artificio con intento fraudolento; b) per rilasciare false dichiarazioni su circostanze di fatto rilevanti od omettere di riferire su fatti essenziali in grado di evitare, alla luce della situazione in cui vengano resi, dichiarazioni ingannevoli; c) per compiere qualsiasi atto, pratica od operazione che determini o possa determinare una frode o un'induzione in errore, in riferimento all'acquisto o alla vendita di qualsiasi titolo”.

Il ruolo svolto da tale disposizione nell'evoluzione giurisprudenziale della nozione di *Insider Trading* è tra i più rilevanti.

Sul piano strettamente positivo, l'aspetto più importante di questa decisione normativa sta nel passaggio da una nozione di *Insider Trading* intesa come violazione

---

<sup>17</sup> G. CARRIERO, *op. cit.*

<sup>18</sup> R. ALESSI, *Market egalitarianism e insider trading* in “Rivista delle società”, 25.

dei rapporti fiduciari nei confronti della società e degli azionisti, ad un'altra, concettualmente e giuridicamente differente, tesa a sanzionare la violazione di un dovere di informazione nei confronti della controparte<sup>19</sup> della transazione.

La giurisprudenza e la dottrina conseguente hanno costruito una nozione di *Insider Trading* che ha dominato nei tribunali americani per decenni.

Il filo rosso che unisce il contenzioso sorto nei tribunali per *Insider Trading* è l'affermazione della cosiddetta *disclose or abstain rule* in virtù della quale il possessore dell'informazione privilegiata è obbligato, nel caso in cui effettui transazioni sui titoli ai quali si riferisce la notizia, a divulgare preventivamente la notizia stessa; diversamente ha l'obbligo di astenersi dall'operare in borsa.

Il segno del cambiamento inteso come nozione di *Insider Trading* diverso rispetto al passato avvenne nel 1961. Nel caso *Cady, Roberts & Co.*<sup>20</sup>, l'attività di *Insider* venne per la prima volta identificata come un vero e proprio crimine sanzionato dalla *Rule 10b-5* e pertanto perseguibile dalla SEC.

Nella relativa sentenza si abbandonò l'interpretazione, fino a quel momento prevalente, in base alla quale l'uso di informazioni private, ricadendo nella sfera dei rapporti fiduciari tra esponenti aziendali ed emittente, costituiva materia disciplinata dal diritto societario statale.

Vennero, infatti, condannati sia l'amministratore della società che, avendo saputo di un imminente riduzione dei dividendi aveva comunicato la notizia ad un *broker*, sia il *broker* stesso, che aveva venduto i titoli prima che la notizia fosse resa pubblica.

L'elemento innovativo della suddetta sentenza sta nell'aver affermato il principio della parità di accesso all'informazione: tutti gli investitori dovevano poter partecipare alle scelte di investimento sostenendo il medesimo grado di rischio. Successive sentenze hanno poi confermato questo principio.

Nel 1980 la giurisprudenza abbandonò il criterio della parità di accesso all'informazione per sposare l'impostazione secondo la quale il possessore di una notizia riservata è tenuto a osservare la *disclose or abstain rule* solo nel caso in cui egli debba adempiere a un dovere di *disclosure*.

---

<sup>19</sup> G. CARRIERO, *cit.*

<sup>20</sup> R. ALESSI, *cit.*

Questo dovere non grava indiscriminatamente su tutti coloro che ricevono un'informazione privilegiata, ma solo sui soggetti legati da un rapporto fiduciario all'emittente al quale l'informazione si riferisce.

E' la violazione di un obbligo fiduciario che pertanto configura la frode.

Nella vicenda del tipografo Vincent Chiarella<sup>21</sup> si compie un ulteriore passo in avanti: questi era stato incaricato di stampare i prospetti informativi di svariate operazioni pubbliche di acquisto di titoli azionari; utilizzando questi dati Chiarella compì numerose transazioni finanziarie sui titoli realizzando un consistente guadagno.

Successivamente identificato per l'attività di *Trading*, venne condannato in sede penale.

La novità della relativa sentenza di condanna sta nel fatto che precedentemente la *disclose or abstain rule* era stata applicata solo nei confronti di chi, come *Insiders* o *tippees* di un *Insider*, possedeva informazioni riservate che sapevano provenire dalla società in modo scorretto.

Chiarella venne condannato perché “*chiunque, Insider societario o meno, regolarmente riceve rilevanti conoscenze riservate, non può utilizzarle operando in borsa senza esporsi al dovere di rivelarle. E se non può rivelarle deve astenersi dal comprare o dal vendere*”<sup>22</sup>.

L'estensione della responsabilità comporta l'identificazione di una nuova figura, il *market Insider*, e che è slegata da un qualsiasi rapporto fiduciario tra il detentore delle informazioni riservate e gli investitori.

In appello, però, Chiarella fu assolto, e venne così ripristinata la linea esegetica che vuole l'equazione tra l'*Insider Trading* e la violazione di una regola fiduciaria.

Nel 1984, anche per la necessità di identificare con certezza i soggetti censurabili per *Insider Trading*, si registrò un'evoluzione in senso opposto al caso Chiarella.

Anthony Materia, impiegato specializzato nella stampa di documenti finanziari, venne dichiarato colpevole di essersi appropriato di un'informazione appartenente al datore di lavoro ed ai clienti dello stesso. Fu questa una delle prime

---

<sup>21</sup> G. CARCANO, *Insider trading*, il quale nel riportare le diverse posizioni in ordine alla qualificazione di Chiarella come market insider, evidenzia le difficoltà di costruire categorie diverse di insiders al di fuori della tradizionale nozione letterale.

<sup>22</sup> S. SEMINARA, *cit.*

applicazioni della cosiddetta *misappropriation theory*, in base alla quale è la fonte dell'informazione che merita una tutela, indipendentemente da un rapporto fiduciario.

Nel 1997 Foster Williams, il giornalista finanziario del *Wall Street Journal*, trasmise alcune notizie su titoli ed emittenti ad alcuni *broker* di investimento, che eseguirono delle transazioni<sup>23</sup>. La condanna per il giornalista fu motivata con la violazione del diritto di proprietà della notizia, che apparteneva alla testata per cui scriveva.

Se questo sistema abbia in qualche maniera funzionato, dissuadendo gli operatori dal perseguire su larga scala i comportamenti vietati, resta un dibattito ben lungi dall'essere concluso.

I dati statistici, tuttavia, fanno propendere per un'efficacia limitata della legge. Infatti basta forse a fornire uno spunto di riflessione l'intervista effettuata nel 2000 a oltre duemila (2.000) *manager* di banche d'affari: l'opinione largamente diffusa tra questi operatori è che l'*Insider Trading* "è frequente nel mercato di borsa"<sup>24</sup>.

Non esistono ad oggi dati ufficiali, ma ricerche effettuate a fini statistici riportano che dal 1961 al 1999 la SEC ha portato in giudizio in media tre (3) casi all'anno fino al 1980; venti (20) casi all'anno fino al 1996 e cinquantasette (57) casi nel 1999.

Per quanto il potere di deterrenza sia ampiamente migliorabile e l'efficacia di sanzioni penali non sembra particolarmente alta, gli Stati Uniti continuano a rappresentare una soluzione di riferimento nella lotta all'*Insider Trading*, poiché nessun ordinamento è stato finora in grado di replicare quella combinazione di sanzioni, poteri istituzionali e integrazione con la magistratura a garanzia degli investitori.

Elemento importante nella lotta all'*Insider Trading* è quello della prevenzione.

Le misure di prevenzione in questo campo hanno come scopo quello di impedire la fuga di notizie riservate o di rendere visibili le operazioni degli *Insiders*.

Tra le prime vi sono quelle regole di comportamento e strutture organizzative (note come *chinese walls*) in grado di bloccare la circolazione di informazioni privilegiate; tra le seconde vi sono tutte quelle registrazioni che consentono di

---

<sup>23</sup> G. CARRIERO, *cit.*

<sup>24</sup>N. LINCIANO- A. MACCHIATI, *cit.*

censire, comunicare e rendere visibili la massa delle attività di negoziazione effettuate dagli intermediari.

In altre parole si tratta di ricostruire l'attività degli operatori e tra questi degli *Insiders*.

In tal senso va detto che gli speculatori sono molto attenti nell'evitare movimenti di rilevante entità sui titoli, attuando contemporaneamente più strategie tese a camuffare l'attività illecita, magari attraverso una serie di ordini impartiti a diversi operatori.

Nell'ordinamento statunitense si ritrovano sia norme preventive del primo che del secondo tipo. Appartengono al primo tipo le norme contenute nel *Securities Exchange Act* del 1934 che impongono ai detentori di quote azionarie superiori al dieci per cento (10%) del capitale sociale di comunicare le partecipazioni possedute entro un termine perentorio di dieci (10) giorni dall'avvenuto acquisto di azioni.

Il suddetto obbligo di comunicazione è imposto peraltro anche agli amministratori della società. Inoltre coloro che hanno negoziato titoli della società in un intervallo temporale inferiore a sei (6) mesi sono tenuti, come già sottolineato, a versare alla società i profitti conseguiti, anche se alla rigidità della norma fa da contrasto la sua evitabilità: è infatti sufficiente attendere sei (6) mesi ed un (1) giorno per non incappare nelle sanzioni previste.

Appartengono, invece, al secondo tipo le disposizioni relative alle registrazioni delle transazioni in grado di ricostruire rapidamente l'attività effettuata dagli addetti ai lavori, attraverso un censimento quotidiano dei prezzi e dei volumi dei titoli scambiati.

In questo contesto non è casuale, vista la problematica della casistica, che negli Stati Uniti d'America si tenti di rimediare al giudizio di insufficienza per eccesso o per difetto della disciplina sull'*Insider Trading* mediante interventi legislativi.

Il difetto maggiore di questo complesso di norme è che continua a mancare una nozione unitaria e oggettiva di *Insider Trading*, in quanto le caratteristiche di variabilità e sfuggevolezza costituiscono elementi propri del fenomeno considerato, ostacolando una costruzione unitaria che non sia viziata per eccesso o per difetto.

Dopo aver per lungo tempo sostenuto la non opportunità di una definizione legislativa di *Insider Trading*, la SEC nell'agosto del 1987 ha proposto al Senato un

proprio disegno di legge contenente, fra l'altro, una proposta di definizione del reato di *Insider Trading*, da inserire come *Section 16A* nel *Securities Exchange Act* del 1934.

La circostanza che due giorni dopo la sentenza della Corte Suprema sul caso *Winans* se ne sia presentato un secondo, prevedendo pene più rigide oltre che l'ampliamento della nozione di *Insider*, legittima il sospetto che più le cose diventano difficili per la SEC - con l'indebolimento delle sue tesi giuridiche da parte della Corte Suprema - più vengono aumentate le sanzioni, sperando di riuscire ad arrivare con il timore dove è difficile giungere con il diritto<sup>25</sup>.

Il tentativo di introdurre sanzioni più pesanti era già stato compiuto con l'*Insider Trading Sanctions Act* del 25 luglio 1984 che prevede la possibilità di infliggere, in aggiunta alle pene già presenti, sanzioni pecuniarie amministrative fino a tre volte l'importo del profitto illecitamente conseguito e, in sede penale, l'aumento della sanzione da diecimila a centomila dollari<sup>26</sup>.

Le caratteristiche dell'*Insider Trading Proscription Act* proposto dalla SEC il 18 novembre 1987 risiedono nella dilatazione della nozione di *Insider Trading*, che per la SEC includerebbe ogni ipotesi di transazione in valori mobiliari compiuta sulla scorta di informazioni riservate ottenute mediante furto, corruzione, dichiarazione ingannevole o spionaggio, tramite appropriazione indebita o attraverso una qualsiasi violazione di obblighi fiduciari o di relazioni personali o di altri rapporti contrattuali o d'impiego, e la valutazione dell'elemento soggettivo non solo in termini di dolo, ma anche di colpa grave.

Sono importanti altre tre caratteristiche: (i) quella dell'estensione alle persone giuridiche; (ii) quella della responsabilità in solido tra il *tipper* e il *tippee* nel caso di *tipping* e (iii) quella della legittimazione processuale dei danneggiati all'azione di risarcimento dei danni nei confronti degli *Insiders*.

Riconoscere legislativamente ai privati la possibilità di riunire direttamente in giudizio gli *Insiders*, onde omettere il risarcimento del danno ingiustamente arrecato, significa prendere esplicitamente atto della circostanza che al di là e al di fuori da ipotetiche lesioni di interessi pubblici, esiste una lesione diretta, concreta e attuale,

---

<sup>25</sup> S. GALLI, *Novità sull'insider trading: due recenti sentenze americane, un progetto legislativo della SEC, la modifica al codice penale svizzero e la direttiva CEE*, in "Giurisprudenza Commerciale", 1988, I

<sup>26</sup> G. CARCANO, *Insider trading, cit.*

matrimonialmente rilevante prodotta dall'*Insider* con il suo comportamento contrario alla legge in sede civilistica<sup>27</sup>. Rimane, tuttavia, ancora il problema della prova.

Nell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988, con l'introduzione della *Section 20A* nel *Securities Exchange Act* del 1934, si codifica un esplicito diritto di azione per danni contro *Insiders* e *tippees* a favore di quanti abbiano operato contemporaneamente sugli stessi titoli, anche se non come controparti dirette, con operazioni uguali e contrarie a quelle poste in essere dall'*Insider* o dal *tippee*.

Questo è il più importante cambiamento della nuova legge americana sull'*Insider Trading* che non si limita a prevedere un nuovo inasprimento delle pene ma che prevede anche più ampi poteri ispettivi da parte della SEC, mentre abbandona il tentativo di qualificare legislativamente i soggetti *Insiders*, rimettendosi alle decisioni della giurisprudenza, nel solco della tipica tradizione della *common law*.

I casi più recenti fanno prevalere un'interpretazione estensiva della *misappropriation theory*, come testimoniato dal caso *United States / O'Hagan* del 1997, nel quale gli *outsiders* furono equiparati a i *corporate Insiders*. O'Hagan, infatti, era socio di uno studio legale che per qualche tempo aveva assistito una società nella stesura di un progetto di acquisizione conclusosi in un momento successivo alla sopravvenuta interruzione del rapporto di consulenza. O'Hagan non aveva trattato personalmente l'operazione, aveva però acquistato azioni ed opzioni per l'acquisto di ulteriori azioni della società che sarebbe stata oggetto dell'acquisizione. Infine aveva provveduto alla vendita delle suddette azioni successivamente al perfezionamento dell'acquisizione realizzando un profitto di circa quattro (4) milioni di dollari.

Con questo caso si sancisce definitivamente il principio secondo il quale è meritevole di tutela il diritto di proprietà della fonte della notizia privata alla quale gli *outsiders* sono legati da un *duty of loyalty and confidentiality* (dovere di lealtà e riservatezza) derivante da un rapporto professionale.

Per quanto riguarda, poi, il regime delle sanzioni, esso si suddivide su tre (3) livelli, penale, civile e amministrativo disciplinare.

Quello penale può essere azionato dal Dipartimento di Giustizia per iniziativa propria o su impulso della SEC. I rimedi civilistici si basano su provvedimenti

---

<sup>27</sup> G. CARRIERO, op.cit

imposti, consistenti nell'ordine con il quale il giudice impone l'obbligo di fare o non fare un determinato atto, la cui violazione è reato.

Si tratta di un rimedio tipico dei sistemi anglosassoni più potente delle pene previste, ad esempio, nel nostro ordinamento e in quello francese.

La SEC può ottenere l'emanazione di imposizioni dalle Corti federali qualora dimostri che sia stata violata la legge; quest'ultima deve provare solo la commissione della violazione non essendo necessario alcun riferimento al danno che ne è derivato, ovvero all'identità dei danneggiati.

La SEC può inoltre chiedere la restituzione del profitto illecito, la rettifica di dichiarazioni errate e la divulgazione di materiale informativo.

Le sanzioni amministrative, infine, colpiscono gli intermediari: a seconda della gravità del reato, la SEC può revocare temporaneamente o definitivamente la registrazione all'albo degli intermediari.

Le misure repressive in corso hanno conosciuto un severo inasprimento grazie all'entrata in vigore dell'*Insider Trading Sanction Act* del 1984 e dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988.

Il primo dei suddetti provvedimenti ha consentito alla SEC di adottare provvedimenti amministrativi ed avviare azioni civilistiche indipendentemente dall'apertura di un procedimento penale da parte del Dipartimento di Giustizia. Il provvedimento del 1988, invece, ha riconosciuto agli investitori che hanno operato contemporaneamente all'*Insider* il diritto di promuovere un'azione di risarcimento danni, superando i precedenti orientamenti giurisprudenziali di senso opposto.

La SEC è anche legittimata a citare in giudizio l'*Insider* per ottenere la restituzione del profitto illecito. In tale ipotesi il tribunale può, su iniziativa della SEC, applicare sanzioni civili proporzionate al guadagno (fino ad un multiplo pari a tre volte).

### **2.3 L'INSIDER TRADING NELLA LEGISLAZIONE BRITANNICA**

Il fenomeno dell'*Insider Trading* in Gran Bretagna è disciplinato dal *Company Securities (Insider Dealing) Act* del 1985 che sostanzialmente riprende il contenuto della *Part V, sec. 68-73 del Companies Act* del 1980<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> N. LINCIANO e A. MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002.

Il più recente Financial Service Act del 1986 ha inciso sulle disposizioni della legge dell'anno precedente solo con il riferimento alla categoria dei funzionari statali quali potenziali *Insiders*.

La necessità di disciplinare mediante lo strumento legislativo la pratica dello sfruttamento a scopo speculativo di informazioni non ancora divulgate discende in Inghilterra, da un lato dall'insufficienza delle disposizioni contenute nei precedenti Companies Act – peraltro ispirate principalmente ad un sistema di pubblicità dei possessi azionari da parte dei soggetti aventi una posizione privilegiata nella società e dunque ad una filosofia dei controlli preventivi, dall'altro dall'inadeguatezza del sistema di autodisciplina approntato dagli operatori dei mercati regolamentati.

Sotto il profilo soggettivo di applicazione il *Company Securities (Insider Dealing) Act* del 1985 fa divieto alle persone che sono – o sono state nei sei mesi precedenti – collegate alla società di acquistare o vendere in borsa i titoli della società stessa utilizzando informazioni privilegiate, e di effettuare transazioni su titoli di altre società utilizzando informazioni di cui siano venuti in possesso in ragione della carica ricoperta.

La connessione con la società, presunta per gli amministratori, viene ritenuta sussistente per tutte le persone solo se la posizione ricoperta può essere ragionevolmente valutata come un mezzo<sup>29</sup> per accedere alle informazioni riservate.

In aggiunta all'elemento oggettivo la legge richiede, sul piano soggettivo, la consapevolezza per tale categoria di *Insiders* della connessione stessa.

La sfera di applicabilità della legge si estende, inoltre, sotto il profilo soggettivo, agli impiegati ed ai funzionari pubblici, stabilendo per essi il divieto di commerciare in titoli sulla base di informazioni non pubblicate e ricevute a causa del loro ruolo e che possono influenzare sensibilmente il corso dei titoli, nonché il divieto di comunicare le suddette informazioni ad altri soggetti.

I divieti sono estesi anche a coloro che si accingono a lanciare un'offerta pubblica di acquisto su una determinata società, fino a che la notizia dell'acquisto non sia stata divulgata.

La *Section 1* del *Company Securities (Insider Dealing) Act* del 1985 disciplina il fenomeno del *tipping*.

---

<sup>29</sup> A. BARTALENA, *cit.*

Prima della promulgazione di tale provvedimento legislativo erano presenti due orientamenti: il primo che si riferiva al *Companies Bill* del 1973, richiedeva ai fini del reato, che il *tippee* avesse il carattere di associato dell'*Insider*, cioè che fosse legato da un accordo per la comunicazione ed il conseguente sfruttamento di informazioni privilegiate. Il secondo, riconducibile al *Companies Bill* del 1978, che, escludendo il carattere di associato in capo al *tippee*, ampliava la portata del reato ad ogni individuo nei cui confronti potesse essere dimostrato l'acquisto o la vendita di titoli sulla base di informazioni riservate consapevolmente acquisite, direttamente o indirettamente, da un *Insider*.

In aggiunta a tali termini, il *tippee* doveva inoltre avere la consapevolezza che l'informazione ricevuta avesse il carattere di notizia non pubblica, o fosse suscettibile di incidere sul prezzo delle azioni, influenzandolo<sup>30</sup>.

La prudenza del legislatore inglese nell'individuazione della fattispecie di *Insider Trading* emerge sia dalla portata particolarmente ampia delle esimenti sia dalla nozione attribuita all'informazione privilegiata.

Sotto il primo profilo, la *Section 3* del *Company Securities (Insider Dealing) Act* del 1985 esclude, infatti, l'applicabilità delle disposizioni contenute in essa relativamente ad operazioni che. (i) sono effettuate per uno scopo diverso da quello di realizzare un profitto o evitare una perdita; (ii) sono svolte nell'esercizio di una funzione di liquidatore o di curatore fallimentare; (iii) si basano su quel tipo di informazioni che legittimamente possono essere conseguite svolgendo un'attività di intermediazione finanziaria considerata meritevole di tutela, purché vengano utilizzate in buona fede nell'ambito dell'attività stessa.

Quanto all'informazione privilegiata, essa oltre a dover essere acquisita in ragione della connessione con la società, dovrà naturalmente essere non pubblica ed avere la caratteristica, una volta divulgata, di influenzare il prezzo di borsa dei titoli azionari oggetto della stessa, in altre parole influenzare le decisioni di investimento e di disinvestimento degli operatori.

Nella *Section 10* del *Company Securities (Insider Dealing) Act* del 1985 viene specificato che le informazioni devono riguardare direttamente o indirettamente la società: dunque sono escluse da tale accezione le notizie generiche, da cui gli

---

<sup>30</sup> G. CARRIERO, *cit.*

operatori professionali possono trarre delle conclusioni nel senso di decisioni su operazioni in borsa.

Secondo un autorevole giurista<sup>31</sup>, il problema dell'*Insider Trading* merita maggiore tutela rispetto a quella attualmente offerta dalla legislazione inglese nei confronti di quanti siano stati matrimonialmente danneggiati dall'attività dell'*Insider*, inteso come colui che ha indebitamente tratto profitto da un'informazione casualmente acquisita non nota all'altra parte.

La mancata previsione di meccanismi risarcitori viene bilanciata dall'illimitatezza della multa in forza della quale l'*Insider* può essere obbligato a restituire i profitti conseguiti.

Quanto appena detto, unitamente all'introduzione nel *Financial Services Act* del 1986, offre, di certo, una migliore tutela alle potenziali vittime dell'*Insider* rispetto a quanto potrebbe essere disciplinato da una norma penale.

Il *Financial Services Act* del 1986 ha l'obiettivo di sottoporre a controllo tutti i casi di investimento che si possono attuare sul mercato al fine di garantire gli investitori.

Esso accoglie il principio dell'autoregolamentazione e quello dell'unico ente di controllo principale nella vigilanza sul mercato.

Il *Securities and Investment Board*, organo principale di supervisione responsabile nei confronti del Governo e del Parlamento, i cui membri vengono nominati dal Governo e dalla Banca Centrale, ha il compito di autorizzare l'operatività di tutti gli organismi di controllo dei diversi segmenti di mercato che provvedono a vigilare affinché le società mantengano comportamenti adeguati.

Il sistema così costruito appare, dal punto di vista organizzativo, dotato di notevole elasticità in quanto particolarmente vicino sia nella mentalità sia nelle forme agli operatori del mercato finanziario.

Allo stesso modo, la previsione di un'autorizzazione obbligatoria per quanti svolgano attività di investimento, l'applicazione di severi codici di condotta, la creazione di un fondo di garanzia centralizzato, la prevenzione di frodi e scorrettezze anche per il tramite di sanzioni pecuniarie, tendono ad assicurare un'efficace tutela a favore dell'investitore/risparmiatore.

---

<sup>31</sup> IDEM

Tuttavia un limite alla disciplina riguardante il momento della prova si coglie nel fatto che l'ipotesi di reato è configurabile solo se si può dimostrare la consapevolezza da parte dell'*Insider* del carattere riservato delle informazioni; la difficoltà di provare tale requisito spiega la scarsa effettività della disciplina penale.

L'introduzione di una sanzione amministrativa – istituita con il *Financial Services and Market Act* del luglio del 2000 -, che si applica sia nei confronti di chiunque ponga in essere comportamenti qualificabili come abusi di mercato, tenta di rimediare alle insufficienze della norma penale.

Nonostante questo affinamento legislativo alcuni autori<sup>32</sup> ritengono che non sia stato debellato il rischio di inefficacia della normativa vigente a causa del riferimento alla nozione del *regular user test* quale criterio di identificazione di comportamenti che, essendo diversi da quelli usuali di mercato ed essendo basati su disparità informative ovvero discorsivi del regolare processo di formazione dei prezzi, sono considerabili abusi di mercato.

Il *Financial Services and Market Act* del 2000 tenta di prevenire difficoltà applicative dando una definizione di del *regular user test* che è “*una persona ragionevole che regolarmente effettua investimenti nel mercato finanziario*”.

Ma non si tratta di un riferimento molto preciso, che potrebbe generare problemi interpretativi, già emersi da valutazioni provenienti da più operatori di mercato, che solo la prassi e le decisioni giurisprudenziali potranno sciogliere.

Il concetto di *regular user* individua dunque una potenziale debolezza della nuova disciplina, ed attorno ad essa ruota la distinzione fra comportamento tollerato e accettato nella prassi di funzionamento di un mercato, e condotta lecita e coerente con gli *standard* del *regular user*.

Il nuovo regime presenta il vantaggio di escludere, salvo alcune eccezioni, qualsiasi riferimento all'elemento soggettivo dell'intenzionalità della condotta, facendo riferimento esclusivamente agli effetti della medesima sul funzionamento del mercato.

---

<sup>32</sup> N. LINCIANO-A. MACCHIATI, *cit.*

## 2.4 L'INSIDER TRADING NELLA LEGISLAZIONE FRANCESE

Il primo tentativo del legislatore francese di disciplinare il fenomeno dell'*Insider Trading* risale al 1967 ed è stato effettuato con l'*Ordonnance* n. 67-833 del 28 settembre del 1967, che istituiva la *Commission des Opérations de Bourse* (COB).

Questo accadeva a causa della necessità di nuove regole per il mercato mobiliare con particolare attenzione al fenomeno dell'*Insider Trading*.

La COB che subentra alle funzioni svolte precedentemente dal Comitato delle Borse valori, diviene infatti, con il decreto n. 68-30 del 3 gennaio 1968, destinataria del potere di adottare tutte le decisioni ritenute necessarie sulle questioni di carattere generale relative al funzionamento delle borse valori.

L'art. 8 della suddetta ordinanza prevedeva un controllo preventivo della COB sulle operazioni di borsa compiute dal presidente, dagli amministratori, dai direttori generali e dai membri del consiglio di sorveglianza e di direzione delle società quotate in borsa e comunque da tutti i dipendenti della società che la COB avesse accertato poter disporre di informazioni privilegiate, nonché sulle operazioni di borsa compiute dai coniugi non separati di tutti tali soggetti<sup>33</sup>.

L'ordinanza disciplinava, inoltre, l'obbligo di nominatività dei titoli appartenenti ai soggetti sopra menzionati emessi dalla società o da altre società facenti parte del gruppo, nonché l'obbligo di comunicare alla COB ogni operazione di acquisto o di vendita successiva.

La logica è quella di consentire alla COB di intervenire tempestivamente attraverso l'adozione di misure, quali avvisi al pubblico, idonee a prevenire sul nascere la realizzazione di operazioni di *Insider Trading*.

Non erano previsti divieti al compimento delle operazioni, né, conseguentemente, sanzioni di alcun tipo.

Quanto detto, coerentemente con la logica citata, atteso che la denuncia delle operazioni degli indiziati avrebbe consentito alla COB di adottare provvedimenti divulgativi della notizia ritenuti utili ed opportuni<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> G. CARRIERO, *cit.*

<sup>34</sup> P. G. MARCHETTI, *Gli indiziati*, in "Riv. Soc."

Il limite della previsione legislativa risiedeva nel fatto che la COB si fosse potuta trovare a gestire un numero di segnalazioni di tale entità da impedirle, di fatto, di analizzarle e di adottare le misure del caso nei tempi dovuti.

Così accadde. Infatti dopo un anno dall'entrata in vigore dell'ordinanza, la COB aveva ricevuto quarantamila (40.000) denunce, senza avere la possibilità pratica di assumere per tutti i provvedimenti necessari.

A causa di ciò, la legge 31 dicembre 1970, n. 70-1284 introduce una diversa disciplina relativa ai delitti degli *initiés*<sup>35</sup>.

Sotto il profilo soggettivo, esclusa dalla riconduzione agli indiziati di diritto, la categoria degli impiegati della società viene compresa nel più generale divieto di *Insider Trading*.

Agli *initiés* è fatto obbligo di rendere nominative o di depositare in una banca o in un istituto finanziario o presso un agente di cambio, a norma della legge 69-12 del 6 gennaio 1969 le azioni, proprie o dei figli minori, emesse dalla società di appartenenza o delle società figlie e, ove si tratti di società controllata, anche le azioni della società controllante. Tale obbligo si applica solo con riferimento alle azioni emesse da società francesi quotate in borsa o figuranti nei listini quotidiani dei valori non quotati.

La nominatività o il deposito obbligatorio delle azioni degli *initiés* consente di creare una specie di anagrafe, con la possibilità per la COB di controllare le manovre sui titoli da parte degli stessi e di intervenire con la norma che punisce l'utilizzazione di informazioni privilegiate.

Congiuntamente a tali categorie di indiziati di diritto ed alla relativa disciplina, la legge introduce nell'ordinanza n. 67-833 un più generale divieto di compiere, sia direttamente sia tramite terzi, operazioni di borsa sfruttando informazioni societarie.

La legge n. 1 del 3 gennaio del 1983 ha ulteriormente ampliato l'ambito soggettivo di applicazione della norma, e pur continuando a non fornire una nozione di informazione privilegiata, ne ha di fatto dilatato l'oggetto.

Risponde di *Insider Trading* la categoria dei soggetti sopra menzionati non solo quando abbia compiuto in proprio operazioni sfruttando conoscenze privilegiate, ma

---

<sup>35</sup> R. SICILIANO, *L'insider trading nell'esperienza dell'ordinamento francese*, in "Diritto Bancario", 1989, II.

anche quando abbia permesso ad un terzo di ricavare un vantaggio economico dalle suddette informazioni.

Ai fini della responsabilità penale non rileva che il *tipper* sia rimasto estraneo all'operazione e non ne abbia tratto alcun beneficio, considerando reato la mera comunicazione della notizia.

Viene estesa l'applicazione della norma prevedendo che, qualora una persona giuridica sfrutti informazioni privilegiate, sono da considerarsi penalmente responsabili i suoi dirigenti, ovvero coloro che di fatto abbiano esercitato i relativi poteri e/o le relative funzioni<sup>36</sup>.

Fino alla legge n. 88-70 del 22 gennaio 1988 la disciplina relativa all'*Insider Trading* si applicava solo alle operazioni borsistiche, con la legge citata, invece, vengono ricompresi anche i contratti a termine aventi ad oggetto un prodotto finanziario.

Le sanzioni di natura amministrativa sono state, invece, introdotte da un regolamento n. 90-08 del 1990 emanato dalla COB.

Sotto il profilo penale sono due le categorie di soggetti rispetto ai quali vige il divieto di abuso di informazioni privilegiate: gli *Insiders* di diritto, interni alla struttura societaria, e quelli che lo sono a causa della loro professione.

Il regime amministrativi, poi, ha incluso tra i destinatari della relativa disciplina anche i *tippees*.

Secondo l'opinione di un noto giurista<sup>37</sup>, la portata applicativa della legislazione francese in tema di *Insider Trading* appare potenzialmente omnicomprensiva e, per quanto generalista, sicuramente in grado di fronteggiare ogni ipotesi di abuso di informazioni privilegiate; il trattamento riservato dal legislatore francese appare pertanto ancora più rigido di quello del legislatore statunitense.

A differenza degli Stati Uniti, nella realtà francese il divieto di *Insider Trading* deriva non dalla violazione di un rapporto fiduciario, ma dall'astratto principio di parità di trattamento degli operatori.

Ciò da un lato allarga soggettivamente la fattispecie fino a comprendervi tutti i dirigenti della società, e dall'altro ne preclude ogni sua possibile qualificazione di specialità rispetto al più generale divieto di utilizzazione di informazioni privilegiate,

---

<sup>36</sup> IDEM

<sup>37</sup> P. G. MARCHETTI, *cit.*

ove non vengano previamente definiti i criteri di imputazione del reato in capo ai dirigenti al fine di distinguere fra coloro che sono *Insiders* e coloro che non lo sono.

Il problema dell'individuazione degli elementi costitutivi del reato compiuto dalla società viene peraltro a complicarsi ulteriormente ove si rifletta sulla circostanza che la giurisprudenza francese ha escluso che il profitto costituisca elemento necessario del reato e che l'intenzione colposa è nel solo fatto di detenere informazioni sconosciute al pubblico.

Questo, però, ben difficilmente consente di distinguere l'*Insider Trading* vero e proprio da altre attività lecite. La differenza tra *Insider Trading* e attività consentite dovrebbe allora risiedere nella caratterizzazione e nella portata applicativa dell'elemento oggettivo.

L'analisi di tale requisito nell'ambito dell'ordinamento francese rivela ulteriori limiti e il bene giuridico tutelato sembra essere ancora una volta la parità di trattamento degli operatori anziché la violazione dei doveri di riservatezza.

Un profilo critico ulteriore emerge con riferimento alla nozione di informazione privilegiata. Il legislatore penale fa riferimento a notizie attinenti alla situazione finanziaria e alle prospettive della società emittente, nonché ai possibili movimenti del prezzo dei titoli della società stessa.

Il regolamento della COB, invece, ha esplicitamente recepito l'impostazione della Direttiva, anche se il requisito della *price sensitivity* è stato individuato trascurando la significatività dell'impatto della notizia sui prezzi ; in altre parole, affinché una notizia sia ritenuta *price sensitive* è sufficiente che essa sia idonea a influenzare i prezzi del mercato, anche in maniera non rilevante.

Ciò amplia eccessivamente l'ambito di applicazione della norma dal momento che potenzialmente qualsiasi informazione può comportare una variazione dei corsi<sup>38</sup>.

L'ampiezza della fattispecie penale rappresenta un limite alla risarcibilità del danno sopportato da coloro che hanno concluso transazioni con l'*Insider*, in quanto l'obiettivo della parità di trattamento, essendo posto a tutela di interessi pubblici, esclude la configurabilità di danni individuali civilisticamente rilevanti.

Ciò dimostra l'ambiguità e la conseguente pericolosità del ricorso alla clausola generale in materia penale o, quanto meno, la necessità che ci siano una serie di

---

<sup>38</sup> N. LINCIANO-A. MACCHIATI, *cit.*

misure atte a fare in modo che essa non vada contro gli interesse reali dei danneggiati.

A seguito della legge del 2 agosto del 1989, che attribuisce poteri più incisivi alla COB, la dottrina francese sostiene che la deregolamentazione relativa ai comportamenti speculativi è la manifestazione di una più ampia tolleranza o, al contrario, il sintomo di una relativa impotenza del diritto nei confronti del fenomeno dell'*Insider Trading*.

## **2.5 L'INSIDER TRADING NELLA LEGISLAZIONE TEDESCA**

La disciplina sull'*Insider Trading* presenta, nell'ambito dell'ordinamento tedesco, tratti di peculiarità tali da renderla assolutamente diversa da quella degli altri principali paesi europei considerati e dagli stessi Stati Uniti d'America.

Diversamente da questi, in Germania, la repressione del fenomeno passa attraverso la spiegazione di regole di comportamento prodotte da associazioni centrali nelle categorie economiche interessate da codici di autodisciplina, piuttosto che attraverso l'intervento diretto dello stato con norme di legge in senso formale.

Bisogna ricordare che il sistema tedesco è caratterizzato dall'assoluta prevalenza delle banche universali e che il mercato borsistico è suddiviso in tre segmenti: mercato ufficiale, regolato e libero.

Le *Insider Regeln* del giugno 1988, sostitutive di quelle del 1976, continuano ad assumere atteggiamenti particolari e di favore se le informazioni riservate vengono, come si vedrà in seguito, sfruttate da soggetti bancari.

Le *Regeln* si compongono delle direttive per le transazioni degli *Insiders*, delle regole di comportamento degli intermediari e dei consulenti e del regolamento di procedura.

La qualifica di *Insiders* appartiene a due sottoinsiemi di soggetti: quello degli *Insiders* istituzionali e quello dei soggetti che, per la posizione rivestita, hanno la possibilità di accedere alle informazioni societarie.

Sono dunque *Insiders*, oltre ai legali rappresentanti, ai membri del consiglio di sorveglianza della società e delle imprese nazionali ad essa collegate, agli azionisti titolari di partecipazioni superiori al 25% del capitale, anche gli incaricati di una società che, in connessione con il loro contratto, abbiano solitamente accesso ad

informazioni riservate, gli istituti di credito, gli impiegati della società, di società collegate ovvero azionisti con partecipazioni superiori al 25%.

Bisogna dividere gli *Insiders* in tre categorie: la prima è costituita dagli *Insiders* di diritto (legali rappresentanti e membri del consiglio di sorveglianza della società), rispetto ai quali l'accesso alle informazioni privilegiate è presunto in via assoluta; la seconda è costituita da tutti gli altri soggetti precedentemente elencati, qualificabili come *Insiders* solo subordinatamente alla prova dell'accesso alla conoscenza delle informazioni privilegiate in relazione alla funzione e/o all'attività svolta; la terza è costituita dagli impiegati e necessita di un'ulteriore specificazione ai fini dell'individuazione di quali impiegati soddisfino le condizioni di vicinanza alle fonti di informazione<sup>39</sup>.

Sul piano soggettivo è una definizione arricchita dalla circostanza che il divieto a carico degli *Insiders* non si limita all'utilizzo, a vantaggio proprio o di un terzo, dell'informazione, ma si estende al non poter comunicare informazioni privilegiate a persone che non siano *Insiders*, a meno che la comunicazione si fondi su una norma di legge o accada per la tutela di interessi legittimi.

La stessa nozione di informazione privilegiata contiene pur sempre elementi di specificazione della notizia in grado di circoscrivere la fattispecie in esame e di differenziarla da quella dell'utilizzo di informazione potenzialmente accessibili a tutti.

Ciò segnatamente in un contesto in cui alla violazione del divieto non corrisponde la sanzione penale.

Considerare quali informazioni riservate quelle che non sono ancora state diffuse o che non sono di pubblico dominio ma che possono influenzare il corso dei titoli comporta non circoscrivere la nozione alle sole informazioni confidenziali e dare adeguato rilievo alle caratteristiche dello sfruttamento, da parte dell'*Insider*, di un vantaggio informativo temporale concernente notizie in grado di influenzare il corso dei titoli, che è l'essenza dell'*Insider Trading*.

E' previsto che “*gli Insiders e le imprese a vantaggio delle quali hanno compiuto operazioni debbono trasferire alla società i vantaggi patrimoniali conseguiti grazie alla violazione poste in essere in tema di informazioni privilegiate*”.

---

<sup>39</sup> G. CARRIERO, *cit.*

Ciò in quanto si tratta della violazione di obblighi assunti che costituiscono inadempimenti dei doveri derivanti dal rapporto intercorrente con la società, e dunque, fonte di restituzione dei profitti alla società stessa.

In tal senso è la società a fare in modo che gli *Insiders* appartenenti al loro ambito accettino le direttive e la disciplina come vincolante nei confronti delle associazioni di categoria al punto che i membri del consiglio di sorveglianza, i direttori e gli impiegati si sottomettano agli stessi ritenendo vincolante l'obbligo di restituzione appena enunciato.

Va tuttavia segnalato che le norme di comportamento, come le direttive, non sono norme giuridiche: *“esse acquistano valore soltanto attraverso il contratto che lega il consulente all'istituto di credito di cui è dipendente o, nel caso di consulenti liberi, attraverso il contratto con le singole borse”*.

La disciplina tedesca può assicurare scarso, se non inesistente, aiuto alla controparte dell'*Insider* nel negozio di trasferimento dei valori mobiliari nei casi in cui vi sia la lesione di un interesse diverso da quello della società.

Fra le altre incongruenze che non ricadono nel divieto di *Insider Trading*, vi sono le operazioni compiute a tutela dell'interesse della clientela o nell'ambito delle altre usuali operazioni sui titoli degli istituti di credito, mentre le regole di comportamento prescrivono che, quando operano come intermediari sui titoli ammessi alla quotazione ufficiale in una borsa titoli nazionale o alla negoziazione sul mercato regolamentato o che verranno offerti pubblicamente con riferimento alla prevista quotazione su una borsa valori nazionale, gli istituti di credito non devono compiere delle operazioni.

Gli istituti di credito non devono raccomandare nessuna operazione su titoli che trovi giustificazione in motivi diversi dall'interesse per il cliente e non devono compiere in proprio nessuna operazione sulla base degli incarichi di acquisto o di vendita di titoli ricevuti dai propri clienti.

Tali disposizioni legittimano da parte di istituti ed aziende di credito, naturali destinatari di informazioni riservate sulla vita delle società, l'utilizzo delle stesse ove ciò risponda all'interesse della clientela, e cioè sia nell'ambito della gestione di patrimoni mobiliari, sia nel compimento del mandato di comprare o vendere titoli in borsa dietro l'ordine della clientela.

La normativa individua una lecita attività di *Insider Trading* allorché le informazioni riservate vengano dalla banca e siano utilizzate in operazioni a favore della clientela: questo fatto non ha riscontri negli altri ordinamenti che trascurano il vantaggio patrimoniale dell'*Insider* nel giudizio di illiceità del comportamento.

Il vantaggio informativo temporale di una parte (rappresentata dall'azienda di credito) rispetto all'altra (quella rappresentata dalla banca o dal *broker* ignari) viene, diversamente da altri casi e senza alcuna motivazione a favore, ritenuto irrilevante a fronte di un'acquisizione ed utilizzo di informazioni riservate, di fatto, identiche a quelle che si intendono disciplinare<sup>40</sup>.

Questa esenzione produce la conseguenza di consentire, anzi, di incentivare la concorrenza fra banche nell'acquisizione e sfruttamento a favore della clientela di un numero sempre più elevato di informazioni privilegiate, facendo sì che sempre maggiore clientela si rivolga ad intermediari capaci di soddisfare al meglio i loro interessi.

Un meccanismo competitivo, insomma, che non rappresenta sicuramente l'approccio migliore per combattere il fenomeno, dal momento che esso viene addirittura sollecitato e che, infine, può creare una discriminazione fra gli operatori nell'ambito dei mercati mobiliari.

## **2.6 ANALISI DEI POTERI DEGLI ORGANI DI VIGILANZA: IL DIRITTO DI COMMINARE SANZIONI**

I poteri esercitabili dalle autorità di vigilanza nella fase di accertamento individuano un altro momento critico per l'effettività della disciplina.

Le differenze esistenti fra i suddetti paesi si traducono in una relativa disomogeneità tra i concreti poteri delle varie autorità di vigilanza e gli strumenti di intervento relativamente più deboli dei quali dispone la Consob.

Va tuttavia segnalato che a quest'ultima un significativo aumento di potere è stato attribuito grazie alla legge 62/2005 che ha assegnato alla Consob prerogative più vicine agli *standard* di riferimento internazionale.

---

<sup>40</sup> IDEM

L'Autorità di vigilanza, infatti, oltre al potere regolamentare ed a quello ispettivo, in tema di manipolazione del mercato ha anche la competenza per la diretta irrogazione di sanzioni in relazione agli illeciti amministrativi<sup>41</sup>.

La procedura è quella prevista all'art. 187-septies T.U.F. Funzionale a questo potere repressivo è l'ampliamento dei poteri di accertamento della stessa Commissione, disciplinati all'art. 187-octies T.U.F. Si tratta di poteri estremamente penetranti in forza dei quali la Consob ha facoltà, nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti, di richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione. La Commissione può altresì richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione.

Una facoltà estremamente significativa è poi quella che consente audizioni di soggetti, primi tra tutti quelli che potrebbero risultare (ex post) indagati.

Poteri della Consob che rendono ancor più evidente la possibilità di ritenerla una sorta di Polizia Giudiziaria sono inoltre quelli che le consentono di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca, di effettuare ispezioni e perquisizioni.

La Consob può altresì avvalersi della collaborazione di Pubbliche amministrazioni, richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni, accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria, ai tabulati telefonici, ai dati personali, etc. redigendo poi un processo verbale dei dati e delle informazioni acquisite o dei fatti accertati, nonché dei sequestri eseguiti e delle dichiarazioni rese dagli interessati.

La Consob può infine avvalersi della Guardia di Finanza che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi.

Per quanto riguarda le sanzioni previste per l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter T.U.F., è già stato evidenziato come la misura della sanzione amministrativa pecuniaria, originariamente prevista nella cornice edittale da ventimila a cinque milioni di euro, sia stata successivamente quintuplicata dall'art. 39, comma 3, della l. n. 262 del 28 dicembre 2005: per effetto di tale ultima disposizione gli importi sono diventati da un minimo di centomila euro ad un massimo di venticinque milioni di euro. Connesse alle sanzioni pecuniarie vi sono sanzioni accessorie quali la perdita

---

<sup>41</sup>F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abuse directive*, in "Corriere giuridico", 2005.

dei requisiti di onorabilità e l'intimazione ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale. Soggetti sanzionabili sono oltre alle persone fisiche anche gli enti nell'interesse o a vantaggio dei quali sia stato posto in essere l'illecito amministrativo.

Ad accrescere il potere di indagine della Commissione contribuisce poi l'art. 187 *quinquiesdecies* del T.U.F. che prevede la possibilità che la stessa Consob applichi la sanzione amministrativa pecuniaria da diecimila a duecentomila euro a chi non ottempera nei termini alle richieste della stessa (salvo che il fatto integri il reato di cui all'art. 2638 cod. civ.).

Inoltre la Consob può, ai sensi dell'art. 187-undecies, comma 2, T.U.F., costituirsi parte civile nel processo penale.

Il sistema offre quindi amplissimi poteri alla Consob: ciò che preme valutare è come questi poteri si riflettano nello sviluppo dei relativi procedimenti penali.

## **2.7 DALL'INSIDER TRADING AL MARKET ABUSE**

Se il parallelismo tra *Insider Trading* ed abuso di mercato è stato da più parti convenzionalmente accettato già da qualche anno, è con la direttiva comunitaria 2003/6/CE che esso acquista una dimensione giuridica definitiva.

Tale direttiva, infatti, ha introdotto una disciplina che ha imposto ad ogni paese membro il recepimento di nuove disposizioni sul tema.

In Italia è stata la legge del 18 aprile 2005 n. 62 che ha operato il recepimento delle nuove norme che disciplinano il fenomeno di cui si sta trattando.

In particolare ritengo opportuno approfondire nelle pagine che seguono alcuni elementi della suddetta direttiva che per la loro novità hanno determinato il nascere di un aperto dibattito a livello giurisprudenziale.

In generale la fattispecie nota come *market abuse* (abuso di mercato) ricorre allorché gli investitori subiscono, direttamente o indirettamente, conseguenze sfavorevoli dal comportamento di altri soggetti che hanno approfittato di informazioni riservate, falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari o divulgato informazioni false o ingannevoli.

Considerando la definizione appena enunciata di *market abuse* si può convenire che essa agisca quale soluzione di continuità rispetto al fenomeno precedentemente approfondito, ovvero l'*Insider Trading*.

In realtà la direttiva comunitaria 2003/6/CE se da un lato torna sull'argomento *Insider Trading* con la finalità di introdurre una serie di moderne regole che disciplinino le informazioni intese a “raccomandare o proporre una strategia di investimento”, dall'altro estende la nozione di un utilizzo distorto e strumentale a pochi interessi di quella che è considerata un'informazione privilegiata fino a farla ricomprendere in una nuova e più estesa accezione definita *market abuse*.

Basti pensare all'aggiotaggio, un altro fenomeno che comporta un'alterazione del valore dei titoli azionari in seguito a un distorto uso delle informazioni che viene dal legislatore comunitario profondamente rivisitato ed incluso nel *market abuse*, consentendo a questa nuova fattispecie di operare, pur nelle evidenti differenze, un'assimilazione tra *Insider Trading* e aggiotaggio.

Con l'introduzione della nozione di *market abuse* il diritto comunitario ha inteso creare un sistema maggiormente flessibile e quindi idoneo a rispondere alle mutate esigenze del mercato e dei soggetti che ivi operano.

In questa prospettiva il legislatore ha agito su più livelli e sui diversi soggetti che partecipano al mercato.

Molteplici sono stati gli obiettivi che il legislatore comunitario si è posto nella formulazione della direttiva: (i) innanzitutto l'introduzione di un'uniforme regolamentazione del fenomeno informativo per facilitare l'operatività transfrontaliera degli operatori e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati, quindi, la predisposizione di una disciplina dell'informazione che, prevedendo abusi e manipolazioni, garantisca l'integrità del mercato finanziario, e poi (ii) l'introduzione di una regolamentazione organica, che intervenendo su una pluralità di aspetti e con una pluralità di strumenti, assicurasse una corretta produzione, gestione e diffusione di quelle informazioni che sono essenziali per un aumento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari.

La portata della direttiva è, quindi, più ampia rispetto alle precedenti disposizioni comunitarie.

## 2.8 LA NUOVA DEFINIZIONE DI AGGIOTAGGIO NEL *MARKET ABUSE*

Nel primo capitolo di questo lavoro ho avuto modo di riportare come la fattispecie di cui all'art. 2637 cod. civ. è stata fatta oggetto di una nuova riforma per effetto della Legge Comunitaria 2004.

L'articolo 9, comma 4, della suddetta legge infatti dispone che *“all'articolo 2637 del codice civile, le parole strumenti finanziari quotati o non quotati, sono sostituite dalle seguenti “strumenti finanziari non quotati per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato”.*

In altre parole con questa modifica resta in vigore l'ipotesi di reato di aggio commessa nell'ambito di società non quotate.

Pare, quindi, opportuno sottolineare come la fattispecie di cui all'articolo 2637 cod. civ. continuerà a trovare applicazione solo rispetto alle condotte di aggio idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati.

L'articolo 2637 cod. civ., per espressa definizione legislativa non potrà invece più trovare applicazione con riguardo all'aggio su strumenti finanziari quotati, per i quali la Legge Comunitaria 2004 ha introdotto un'apposita fattispecie, e segnatamente quella di cui al nuovo articolo 185 del TUF, rubricata *“manipolazione del mercato”.*

Il primo comma dell'articolo appena citato recita testualmente *“Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni”.*

Il secondo comma, invece, dispone che *“Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo”.*

Il combinato disposto dei commi 1° e 2° dell'articolo 185 del TUF consente dunque di ritenere che la nuova fattispecie della manipolazione di mercato trovi applicazione soltanto con specifico riguardo agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri paesi dell'Unione

Europea e che, sotto questo aspetto, sia perfettamente in linea con la nuova fattispecie di aggio di cui all'articolo 2637 cod. civ. che ha appunto ad oggetto “*strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato*”.

La fattispecie di cui all'articolo 185 del TUF, avente ad oggetto strumenti finanziari quotati, si porrà a presidio di un bene giuridico di carattere pubblico, ravvisabile nella trasparenza e nella correttezza del mercato – proprio come l'*Insider Trading* – come pure confermato dal mutato *nomen juris*: manipolazione del mercato.

La nuova fattispecie di abuso del mercato si pone dunque a presidio di un bene giuridico di carattere pubblico, come pubblica era l'oggettività giuridica tutelata dalla previgente disciplina dell'aggio di cui all'articolo 2637 cod. civ.

Un punto di differenza si può infatti notare nella differenziazione sul piano del trattamento sanzionatorio. Infatti mentre l'aggio era - e resta – punito con la sola reclusione da uno a cinque anni, la manipolazione del mercato prevede un trattamento sanzionatorio assai più rigoroso: la reclusione da uno a sei anni e la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

## 2.9 L'INTRODUZIONE DI SANZIONI AMMINISTRATIVE E L'INASPIMENTO DELLE SANZIONI PENALI

Un ulteriore elemento di novità introdotto dalla normativa sul market abuse è dato dall'introduzione della disciplina di una sanzione amministrativa<sup>42</sup> pecuniaria: questo elemento, recepito nel rinnovato TUF in base alla legge del 18 aprile 2005 n. 62, “*Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee, Legge comunitaria 2004*”, ha fatto conseguire alla legislazione del nostro paese in tema di *Insider Trading* un livello di deterrenza paragonabile a quello di altri paesi a capitalismo avanzato.

Queste innovazioni derivano dal fatto che la legge comunitaria configura già l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sia come reati sia

---

<sup>42</sup> Sull'introduzione delle sanzioni amministrative per il reato di insider trading, F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle sanzioni amministrative pecuniarie nel TUF: prime osservazioni*, in F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle sanzioni amministrative pecuniarie nel TUF: prime osservazioni*, in AA.VV., *Convegno Paradigma Market abuse la nuova disciplina*, Milano, 8-9 Giugno 2005.

come illeciti amministrativi<sup>43</sup>, dettando al riguardo una serie di disposizioni di coordinamento<sup>44</sup>.

Un'ulteriore nuova fattispecie sanzionata in via amministrativa concerne la tutela dell'attività di vigilanza della Consob<sup>45</sup>; anche le false comunicazioni sono ora sanzionate in via amministrativa<sup>46</sup>.

La legge comunitaria, nel riformulare l'articolo 195 del TUF – che disciplina la procedura sanzionatoria –, sposta la competenza ad irrogare le sanzioni dal Ministero alla Banca d'Italia o alla Consob, secondo un principio volto ad applicare una ripartizione delle funzioni di controllo<sup>47</sup>.

Viene inoltre introdotta una disposizione di principio – articolo 195, comma 2, del TUF- secondo cui *“il procedimento sanzionatorio è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, dalla verbalizzazione nonché dalla distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie”*.

La volontà di disporre di una legge che sia in grado di contrastare efficacemente l'attività illecita compiuta con l'*Insider Trading* si evince anche dall'introduzione di nuove misure, oltre alle già note sanzioni penali, quali forme di responsabilità “parapenale” degli enti e la confisca del profitto o del prodotto; inoltre è possibile, oltre all'applicazione di misura cautelari personali, attivare strumenti investigativi molto incisivi, quali la possibilità di procedere ad intercettazioni telefoniche<sup>48</sup>.

Le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono sanzionate con l'identica pena della reclusione, da uno a sei anni, nonché con la multa da ventimila a tre milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e da ventimila a cinque milioni di euro per la manipolazione del mercato.

Nel caso in cui la sanzione appaia inadeguata - in ragione della gravità del fatto, delle qualità personali del suo autore o per l'entità del prodotto o del profitto - è

---

<sup>43</sup> Cfr. artt. 187 *bis* e 187 *ter* del TUF.

<sup>44</sup> Cfr. artt. da 187 *decies* a 187 *quaterdecies* del TUF.

<sup>45</sup> Cfr. art. 187 *quingiesdecies* del TUF.

<sup>46</sup> L'art. 192 *bis* del TUF disciplina proprio le regole previste nei codici di comportamento delle società quotate, e l'art. 193, comma 3 *bis*, sanziona in via amministrativa l'omessa comunicazione degli incarichi di componente degli organi di amministrazione e di controllo.

<sup>47</sup> Cfr. art. 5 del TUF.

<sup>48</sup> P. IELO, *Il nuovo impianto sanzionatorio previsto con il recepimento della direttiva 2003/6/CE: sanzioni penali, la responsabilità penale della società, la confisca del prodotto o del profitto, la pubblicità delle sanzioni*, Milano 2005.

previsto un aumento di pena fino al triplo del massimo edittale ovvero fino a dieci volte l'importo del profitto conseguito.

Ovviamente sono previste sanzioni accessorie, quali l'interdizione dai pubblici uffici, l'interdizione dalla professione, l'interdizione legale dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione per un periodo compreso tra i sei mesi e i due anni.

E' prevista, inoltre, la pubblicazione della sentenza su due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale<sup>49</sup>.

Un ulteriore aspetto che merita un cenno è la previsione della responsabilità dell'ente per il reato sia di abuso di informazioni privilegiate che di manipolazione del mercato.

Sul punto va osservato che è necessario dimostrare in modo oggettivo, al fine dell'attribuzione della relativa responsabilità, che i reati siano stati commessi nell'interesse, anche non esclusivo, o a vantaggio dell'ente o nella circostanza che i reati siano stati commessi da soggetti che svolgono, formalmente o di fatto, funzioni di vertice (sia di amministrazione che di direzione) dell'ente o di una sua unità dotata di autonomia finanziaria o funzionale, ovvero da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di costoro.

## **2.10 I GIORNALISTI E L'*INSIDER TRADING* :IL FENOMENO DELLO *SCALPING***

Tra le nuove disposizioni introdotte dalla legge comunitaria del 2004 alcune non sono di facile lettura.

In particolare risulta difficile interpretare correttamente e soprattutto in modo univoco il significato e la concreta operatività del meccanismo di cui all'articolo 187ter comma 2 del TUF<sup>50</sup>, che indica il trattamento sanzionatorio (amministrativo) per i giornalisti colpevoli di manipolazione del mercato.

---

<sup>49</sup> Sempre con riferimento all'apparato sanzionatorio si consideri che l'art. 187terdecies del TUF prevede esplicitamente una forma di cumulo tra le sanzioni penali e quelle amministrative.

<sup>50</sup> Che la norma incida sull'attività dei giornalisti economico-finanziari lo si apprende direttamente dalla norma: dice infatti l'art. 187ter, comma 2: "*Per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale: la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni?*".

In effetti colui che svolge professionalmente un'attività di giornalista nel settore economico-finanziario potrebbe, in ragione delle notizie ricevute nello svolgimento della propria attività, essere agevolmente messo nella condizione di effettuare – o far compiere a terzi – quella attività illecita nota come “scalping”: acquistare cioè per proprio conto uno strumento finanziario prima di raccomandarne l'acquisto ad altri e quindi venderlo con profitto appena il prezzo aumenta a seguito della raccomandazione.

Si tratta evidentemente di un ambito assai delicato e che necessita di una regolamentazione al fine di evitare l'insorgere di abusi di mercato.

In particolare il citato articolo 187ter prevede che la condotta del giornalista “*nello svolgimento dell'attività professionale... va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione*”, a meno che il medesimo abbia tratto un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni.

I problemi che la norma solleva sono molteplici.

Innanzitutto la legge sembra individuare due casi distinti: (i) quello in cui il giornalista abbia agito esclusivamente nell'ambito della propria attività professionale, e (ii) quello in cui, al contrario, abbia conseguito un utile personale dalla diffusione di notizie false o fuorvianti.

L'autorità preposta ad accertare se il caso concreto appartenga ad una fattispecie o all'altra, sembra essere la Consob.

Qualora venga conseguito un profitto si ritiene che debba essere sempre la Consob a giudicare la condotta del giornalista e, di conseguenza, ad irrogare la relativa sanzione pecuniaria.

Al contrario l'ipotesi nella quale, invece, dalla diffusione di informazioni il giornalista non abbia tratto alcun vantaggio pone maggiori difficoltà<sup>51</sup>.

Infatti, non è chiaro se sia di nuovo la Consob oppure l'ordine dei giornalisti a valutare la condotta del giornalista, sia pure in base alle norme deontologiche.

Poiché tuttavia il solo giudice che può applicare tali disposizioni è l'ordine, la seconda appare senz'altro

la soluzione più ovvia.

---

<sup>51</sup> C. MALAVENDA- C. MELZI D'ERIL, *Abusi di mercato e gi informazione economica. I giornalisti e le nuove regole*, CEDAM, Padova, 2007, dove sono analizzati i potenziali conflitti tra il giudizio dell'ordine di categoria e quello dell'autorità giudiziaria.

E' evidente che la formulazione della norma è così recente che presta il fianco a qualche dubbio interpretativo, dubbio che si è già manifestato.

E' inoltre da chiarire quali sanzioni siano applicabili alla violazione delle norme di autoregolamentazione, in quanto l'ambiguità del dettato normativo legittima più soluzioni: quelle deontologiche (irrogate dall'ordine), quella pecuniaria amministrativa (applicata dalla Consob) oppure entrambe, in successione e cumulate.

La Consob in questo caso applicherebbe la sanzione amministrativa, rinviando poi gli atti all'ordine per le sue determinazioni.

Per le ragioni già menzionate, oltre che per un motivo di equità sostanziale, pare più corretta la prima ipotesi, che sia cioè l'ordine a valutare il comportamento del giornalista sulla base delle disposizioni dettate dal consiglio nazionale, le quali, se violate, possono dar luogo esclusivamente a sanzioni deontologiche.

Sul punto, la scarsa chiarezza autorizzerebbe addirittura una terza via: appurato il mancato conseguimento di un utile privato, la Consob potrebbe chiedere all'ordine un parere sull'avvenuta violazione delle disposizioni di autoregolamentazione ed, in base a tale parere, irrogare o meno la sanzione pecuniaria.

Tuttavia tale ipotesi appare decisamente farraginosa e poco praticabile.

In ogni modo anche su questo aspetto risulta indispensabile un chiarimento a livello legislativo o almeno regolamentare.

L'articolo 114, comma 8, del TUF, così come novellato, impone ai soggetti che diffondono ricerche, valutazioni, informazioni e raccomandazioni finanziarie di *“presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce”*.

Il comma 9 sempre dell'articolo 114 del TUF rinvia al regolamento Consob l'approvazione delle relative norme di attuazione.

Il comma 10, invece, estromette dall'ambito di applicazione delle disposizioni previste dal menzionato regolamento i giornalisti, purché la condotta di quest'ultimi sia soggetta a norme deontologiche che consentano di “conseguire gli stessi effetti” di quelli stabiliti dalla legge.

L'attività giornalistica, in sintesi, deve essere compiuta con correttezza e comunque segnalando preventivamente gli eventuali conflitti di interesse.

L'ordine dei giornalisti, poi, potrà essere chiamato dalla Consob a rispondere delle proprie norme deontologiche.

Il dibattito che si è aperto in quest'ultimo periodo riguarda proprio l'interpretazione di tali norme: la Consob, infatti, avrebbe un autonomo potere di chiedere e sollecitare integrazioni e modifiche delle disposizioni deontologiche.

Tuttavia la stessa Commissione, in base alla medesima legge, dispone di un potere di valutazione preventiva delle regole in questione. Sembrerebbe trattarsi di una sorta di "*diritto di veto*", o meglio "*clausola di gradimento*" nei confronti non solo della legislazione iniziale elaborata dall'ordine, ma anche delle successive eventuali modifiche, con il potere autonomo di ottenerne altre a richiesta<sup>52</sup>.

Non è chiaro quale sia la conseguenza di un eventuale contrasto fra ordine e Consob sia in relazione ad una modifica o integrazione richiesta da quest'ultima ma non accettata dall'ordine, sia in relazione a modifiche di quest'ultimo non condivise dalla Consob.

La soluzione più severa, e pure praticabile in assenza di una precisa e diversa indicazione legislativa, potrebbe implicare in entrambi i casi la perdita di efficacia delle norme di autoregolamentazione, sostituite d'ufficio dal regolamento della Consob.

Questa ipotesi però non convince. Se, infatti, può essere ragionevole un preventivo vaglio di Consob sul primo testo predisposto dall'ordine, in quanto materia nuova e complessa, su cui la Commissione ha competenza specifica, molto meno ragionevole sarebbe una costante ingerenza dell'autorità indipendente.

Soprattutto se l'ordine fosse costretto comunque ad abdicare alle sue richieste, pena la decadenza delle proprie disposizioni a favore di quelle del regolamento generale.

Tale facoltà è senza dubbio eccessiva, soprattutto tenuto conto del fatto che le norme di cui si tratta dovrebbero delineare il corretto esercizio della professione giornalistica (sia pure sotto l'aspetto peculiare dell'informazione economica) tema sul quale l'ordine dovrebbe essere sovrano.

Pare più corretto, dunque, limitare il ruolo di Consob alla mera facoltà di proporre modifiche o integrazioni al codice deontologico (senza che nel caso di mancato recepimento vi siano conseguenze) esclusivamente nel ristretto campo della

---

<sup>52</sup> IDEM

“sua” materia nel quale è auspicabile che le disposizioni siano approvate di comune accordo.

## CAPITOLO III

### FUSIONI E ACQUISIZIONI DOPO L'ACCOGLIMENTO DELLA *MARKET ABUSE DIRECTIVE*

Nel presente capitolo viene esaminata la problematica dell'informazione societaria continuativa in relazione alle fasi propedeutiche delle operazioni di fusione e acquisizione<sup>53</sup>, aventi ad oggetto società quotate (in veste di società *target*), ovvero effettuate da società quotate (e quindi, a seconda dei casi, in veste di venditori, acquirenti o offerenti), alla luce della nuova disciplina introdotta nel nostro ordinamento a seguito del recepimento della direttiva comunitaria CE 6/2003 (c.d. direttiva *market abuse*).

Le fasi preliminari di ogni operazione di fusione e acquisizione<sup>54</sup> che abbia ad oggetto società quotate o che sia messa in atto da società quotate, presentano, infatti, per gli operatori, molteplici e delicati problemi di bilanciamento fra esigenze (o obblighi, legali o contrattuali) di riservatezza da un lato ed esigenze (o obblighi, legali o contrattuali) di trasparenza, dall'altro lato.

In particolare, con specifico riguardo agli interessi informativi che sono tipicamente osservabili in tali operazioni si possono individuare delicati profili di compatibilità con la disciplina predisposta in materia di obblighi di informazione societaria continuativa e di repressione dell'*Insider Trading*.

L'obiettivo dell'analisi è quello di verificare la possibilità di mantenere sostanzialmente fermi, alla luce del nuovo e mutato quadro normativo, i confortanti e condivisibili esiti interpretativi cui erano sin qui pervenute la più avveduta dottrina, oltre la stessa Consob e Borsa Italiana S.p.A. nell'affrontare le citate problematiche informative.

---

<sup>53</sup> Per tali intendendosi, essenzialmente, operazioni di fusione, ovvero di compravendita di partecipazioni societarie (di controllo o meno), ovvero di azienda o rami di azienda, sia su base negoziata (sollecitata, o meno, con aste competitive), che su base unilaterale, attraverso operazioni di mercato (offerte pubbliche di acquisto o di scambio).

<sup>54</sup> Tali fasi preliminari sono caratterizzate da trattative negoziali articolate normalmente su una serie di tappe intermedie che – sia nelle trattative bilaterali, che nell'ambito di procedure di asta competitiva, ovvero di offerta unilaterale – possono vedere, variamente combinati, la stipulazione di accordi di riservatezza, di lettere di intenti, di proposte unilaterali, di contratti preliminari, etc. oltre alla effettuazione delle *due diligence* sulla società *target*.

### 3.1 LA FASE DELLE TRATTATIVE

Con particolare riguardo alla fase delle trattative, e in generale, agli effetti propedeutici ad operazioni di fusione e acquisizione, si possono immaginare le seguenti dinamiche informative tipiche.

Il soggetto (potenziale) acquirente della partecipazione mostra generalmente l'interesse a mantenere il più possibile riservata l'esistenza di trattative riguardanti l'operazione, nonché l'andamento e lo stato di avanzamento delle trattative medesime; tali esigenze sono dettate principalmente dalla volontà del soggetto (potenziale) acquirente di non rivelare con eccessivo anticipo al mercato e ai propri concorrenti i propri piani futuri, mettendosi al riparo da rialzi dei corsi dei titoli della società *target* prima del perfezionamento dell'operazione, nonché da manovre di disturbo da parte dei concorrenti o del *management* della società *target*, che possano pregiudicare il buon esito dell'operazione.

Dall'altro lato, il soggetto (potenziale) venditore può spesso condividere le suddette esigenze di riservatezza, ovvero, talora, essere portatore di opposte esigenze di *disclosure* delle trattative negoziali relative all'operazione, ad esempio qualora l'operazione sia strutturata mediante un meccanismo di asta competitiva, ovvero vi siano particolari esigenze di natura finanziaria e/o strategica.

Infatti la società *target* ha generalmente un proprio interesse a mantenere anch'essa riservate l'esistenza di trattative riguardanti l'operazione che ha ad oggetto i suoi assetti partecipativi, nonché l'andamento e lo stato di avanzamento delle trattative medesime, laddove – come spesso accade – essa ne venga a conoscenza (tipicamente nel momento in cui soggiace alla *due diligence* o viene contattata dal potenziale offerente di un'offerta pubblica di acquisto "*amichevole*").

Tali esigenze sono dettate dalla necessità di mettersi al riparo dalla verosimile influenza che le voci relative a un possibile cambio degli assetti partecipativi, specie se di controllo, possono avere sia all'interno della società (specialmente tra i *managers*), che all'esterno della società per quanto riguarda i suoi rapporti d'affari con la clientela, le banche finanziatrici, i concorrenti etc., ovvero rispetto all'andamento dei corsi di quotazione del mercato.

I descritti specifici interessi, quando sia coinvolta una società quotata (sia che essa intervenga come soggetto acquirente o venditore, sia che rivesta il ruolo di società *target*), devono attentamente valutarsi nell'ambito della specifica disciplina

normativa del mercato mobiliare, normativa di ordine pubblicistico che risulta improntata alla tutela dell'efficienza dei mercati e alla repressione dell'abuso di informazioni privilegiate

Da un lato, tale istanza di tutela dell'efficienza dei mercati assume come suo presupposto che i mercati siano efficienti in tanto ed in quanto gli investitori dispongano delle informazioni necessarie a pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione degli emittenti, al fine di poter adottare razionali e consapevoli scelte di investimento e/o disinvestimento. A tale finalità è prioritariamente indirizzata la disciplina dell'informazione societaria continuativa che, pertanto, dovrebbe avere ad oggetto solo notizie realmente significative e fondate, al fine di non indurre gli investitori a scelte di investimento e/o disinvestimento irrazionali e ingiustificate, causando altresì alterazioni nell'andamento dei prezzi.

Dall'altro lato la disciplina diretta alla repressione dell'abuso di informazioni privilegiate – che, come noto, reprime l'utilizzo di informazioni privilegiate in operazioni su strumenti finanziari, ovvero la raccomandazione ad altri di tali operazioni, nonché, in generale, la comunicazione ingiustificata di informazioni privilegiate – si salda con la disciplina in materia di informazione societaria, essendo quest'ultima ulteriormente diretta a prevenire non tanto una fisiologica asimmetria informativa che in tali operazioni inevitabilmente si manifesta, quanto lo sfruttamento illecito di tale asimmetria informativa, al fine di compiere operazioni sul mercato in posizione di vantaggio rispetto alla generalità degli investitori, sancendo pertanto, rigidi divieti alle condotte che configurano il fenomeno dell'*Insider Trading*.

A tali due distinte ma connesse finalità provvedono, da un lato, la normativa primaria dettata dal TUF (l'articolo 114 in materia di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato) e, dall'altro lato, la normativa secondaria predisposta dalla Consob in materia di informazione societaria nel Regolamento Emittenti (articoli 66 e ss.). Su tali tematiche devono poi segnalarsi le prese di posizione della Consob e di Borsa Italiana S.p.A. che si sono succedute negli ultimi anni e che mantengono, anche nel nuovo quadro normativo, un utile valore interpretativo (*cfr.*, in particolare, la comunicazione del 26 marzo 2003, n. DME/3019271 ora sostituita

dalla recente Comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006<sup>55</sup>, le Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., nonché la Guida per l'informazione al Mercato di Borsa Italiana del giugno 2002).

Rilevante valore interpretativo della direttiva comunitaria CE 6/2003, e quindi, della normativa di recepimento, riveste, infine, la Raccomandazione CESR, *Advice on Level 2 Implementing Measures, December 2002*.

### 3.2 L'INFORMAZIONE SOCIETARIA

Fino alle recenti modifiche legislative, la disciplina dell'informazione societaria continuativa ruotava attorno al concetto di *fatto* rilevante mentre quella relativa all'*Insider Trading* faceva riferimento al concetto di informazione privilegiata; tra le due nozioni non pareva riscontrarsi una perfetta coincidenza.

La normativa previgente in materia di informazione societaria è stata oggetto, nel corso degli ultimi anni, di interventi normativi e interpretativi da parte della Consob nonché di un'attenta elaborazione, sia dottrinale che da parte di Borsa Italiana S.p.A., con specifico riferimento all'individuazione degli elementi costitutivi del fatto rilevante ovvero di quel fatto che, se reso pubblico, sarebbe idoneo ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente, idoneità nota come *price-sensitiveness*.

A tal riguardo la superata normativa non stabiliva (come non stabilisce oggi) alcuna presunzione di *price-sensitiveness* e, pertanto, l'interprete era chiamato ad analizzare selettivamente, di volta in volta e caso per caso, i singoli fatti che accadevano nella sfera di attività dell'emittente (o delle sue controllate) per individuare, in concreto e con giudizio di tipo prognostico, quelli che potessero avere un'influenza sensibile sul corso dei titoli.

Un tale giudizio prognostico, con specifico riguardo alle situazioni qui considerate (le operazioni di fusione e acquisizione), doveva e dovrà, caso per caso, investire i concreti profili qualitativi, quantitativi, strategici e proprietari

---

<sup>55</sup> Gli esiti interpretativi sin qui raggiunti da Consob sui profili che qui più ci interessano vengono sostanzialmente confermati nella nuova Comunicazione, pur rivisitati alla luce della nuova disciplina.

dell'operazione in questione, al fine di valutare, nello specifico, la sua natura di fatto *price-sensitive*.

Peraltro, deve osservarsi che l'individuazione delle operazioni di "acquisto o alienazione di partecipazioni" come tipici fatti *price-sensitive*, oggetto quindi di *disclosure*, emergeva già dall'elencazione dei fatti per i quali vigeva una presunzione di *price-sensitiveness* nell'ambito dell'originaria normativa; indicazioni in tal senso potevano e possono altresì trarsi dalla disciplina dell'informazione episodica, all'articolo 71 Regolamento Emittenti, ove si prescrive la redazione di un documento informativo in occasione di "operazioni di acquisizione o di cessione significative"<sup>56</sup>.

Similmente può dirsi alla luce dell'elaborazione operata da Borsa Italiana S.p.A. (si vedano, nell'articolo IA.2.17.8 delle Istruzioni al regolamento dei Mercati, le indicazioni sul contenuto minimo dei comunicati interni ad acquisizioni/cessioni e la Guida per l'Informazione al Mercato ove, nel Principio 2, vengono citati, come eventi *price-sensitive*, "l'acquisto o l'alienazione di partecipazioni, di altre attività o di rami di azienda"); infine, identiche indicazioni possono trarsi dalla citata Raccomandazione CESR in materia di informazione societaria<sup>57</sup>.

Pur nella necessità di procedere, di volta in volta e caso per caso, alla concreta verifica circa la ricorrenza dei presupposti applicativi della disciplina dell'informazione societaria ex articolo 114 TUF, si poteva ritenere (e si può ritenere ancora) che le operazioni di fusione e acquisizione costituissero (e costituiscano) eventi e situazioni tipicamente *price-sensitive*.

Ciò premesso, nel tentativo di individuare i tratti qualificanti di un *fatto rilevante* ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114 TUF, particolarmente delicato si è sempre rivelato proprio il caso di quegli eventi dinamici, a formazione progressiva e scomponibili in una sequenza di distinti e autonomi atti o fatti; tipicamente, per quel che ci interessa più da vicino, le trattative e i fatti prodromici delle operazioni di fusione e acquisizione (stipulazione di lettere di intenti e di accordi di riservatezza, effettuazione di *due diligence*, *formulazione di proposte contrattuali*, *svolgimento di aste competitive*, etc.).

---

<sup>56</sup> Sui criteri di significatività si rinvia alla Comunicazione Consob n. DIS/98081334 del 19 ottobre 1998.

<sup>57</sup> Al punto 35 della Raccomandazione CESR, nell'ambito delle esemplificazioni di fatti "*price-sensitive*" si menzionano espressamente, tra gli altri, i seguenti "*changes in control and control agreements; mergers, splits and spin off; purchase or disposal of equity interest or other major assets or branches of corporate activity; receiving acquisition bids for relevant assets*".

Proprio in relazione a tali fattispecie, nel previgente quadro normativo, si era affermato un orientamento della prassi improntato ad una condivisibile cautela: in tal senso, nella Guida per l'Informazione al Mercato, di Borsa Italiana S.p.A. si afferma che: "Non devono normalmente essere oggetto di informazione tempestiva, salvo che ricorrano alcune specifiche e peculiari situazioni (v. Principio n. 3), quei fatti, quali l'approvazione di progetti o di programmi, le trattative o le manifestazioni di intenti anche bilaterali, la cui rilevanza non è determinata dall'evento in sè, dato che si pongono all'interno di procedimenti complessi per la realizzazione di operazioni esse sì rilevanti".

In linea con tale orientamento si era posta l'elaborazione della più attenta dottrina<sup>58</sup>, giungendo alla conclusione che le trattative relative a tali operazioni (o, comunque, come si vedrà, le fasi preparatorie e propedeutiche delle medesime, ovvero gli accordi intermedi sottoscritti in tale sede) non costituissero, di per sè, un fatto *price-sensitive* da comunicare al mercato, almeno fino a che non vi fosse l'accordo di tutte le parti sui termini essenziali dell'operazione (tramite l'assunzione formale di delibere consiliari o assembleari da parte di tutti i protagonisti coinvolti, ovvero la sottoscrizione di accordi vincolanti), nonché la ragionevole certezza della conclusione dell'operazione (ove questa, beninteso, rivesta la natura di fatto *price sensitive*).

In assenza delle citate condizioni, si concludeva che le trattative dovessero, al contrario, rimanere riservate, sia per evitare turbative sui mercati, derivanti dalla prematura e frammentaria diffusione di notizie (talora contraddittorie) su fatti non ancora definiti, sia per evitare fenomeni di *Insider Trading*.

Alla luce di quanto sopra, con riferimento ad accordi o fatti preparatori e propedeutici che, nella prassi operativa, caratterizzano tutte le operazioni di fusione e acquisizione, si poteva ritenere che, da un lato, non andassero comunicati tutti quegli accordi o fatti preparatori e propedeutici che, sebbene instaurino tra le parti un vincolo giuridico, non abbiano comunque una portata vincolante per l'effettiva conclusione dell'operazione (come, per esempio, le lettere di intenti, gli accordi di riservatezza o di esclusiva, le proposte irrevocabili, gli accordi riferiti alle attività di *due diligence*, ovvero le delibere consiliari che attribuiscono meri poteri negoziali o che

---

<sup>58</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in "Banca Borsa", 1999, I, 500; in tal senso vedasi, altresì, *Circolare Assonime*, n. 58, 1999.

conferiscano “mandati esplorativi”), mentre, dall’altro lato, dovessero essere senz’altro comunicati tutti quegli accordi che risultino di portata vincolante per il perfezionamento dell’operazione (come, per esempio, accordi aventi la natura di contratti preliminari, opzioni, ovvero delibere consiliari che diano la certezza del perfezionamento dell’operazione nei termini ivi indicati).

A conclusioni sostanzialmente analoghe erano pervenute sia la Consob che Borsa Italiana S.p.A.. In particolare la Consob ha ritenuto che *“le decisioni dei soggetti controllanti riguardanti le controllate, consistenti in mere manifestazioni d’intenti o in generici progetti di strategie operative, non integrano in astratto notizie price sensitive perchè, secondo una valutazione probabilistica, il verificarsi dell’evento rilevante assume carattere aleatorio.*

*Ciò non esclude tuttavia che in taluni casi una manifestazione d’intenti o un progetto strategico della capogruppo possa, in base alle circostanze concrete, determinare l’evento rilevante con ragionevole certezza: in questo caso, anche tale decisione deve essere comunicata al pubblico” e ancora “poichè 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 e, in ogni caso, deve essere ispirato a principi di chiarezza e precisione nel rispetto delle norme poste a presidio della trasparenza e correttezza” (cfr. Comunicazione 26 marzo 2003, n. DME/3019271 e ora, identica la Comunicazione 28 marzo 2006, n. DME/6027054<sup>59</sup>.*

---

<sup>59</sup> Per il valore generale che deve attribuirsi alle affermazioni in essa contenuta, particolare interesse riveste altresì la Comunicazione Consob n. DME/2080535 del 9 dicembre 2002 in materia di informazioni relativa al calcio mercato, ora ripresa dalla nuova Comunicazione ove si legge: “Si rende necessario, pertanto, che le società usino massima prudenza nel rilasciare dichiarazioni in relazione alla trattative di calcio-mercato tenendo conto che, come già osservato da questa Commissione, il preannuncio al mercato di notizie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, è utile solo nel caso in cui sia necessario garantire la parità informativa. Al di fuori di tale contesto, comunicazioni di questa natura possono alterare il regolare funzionamento del mercato. Infatti solo al momento della definizione delle operazioni di compravendita dei calciatori l’emittente sarà in grado di diffondere al pubblico, ai sensi della normativa vigente, un comunicato idoneo a consentire una compiuta valutazione degli elementi essenziali della fattispecie in questione, quali il prezzo di acquisto o di vendita, i compensi stabiliti per i calciatori acquistati ove rilevanti rispetto alla struttura dei costi e le altre informazioni”.

Dal canto suo Borsa Italiana S.p.A. affermava ancor più radicalmente<sup>60</sup> che: “Eventi quali le manifestazioni, anche bilaterali, di intenti, l’approvazione di progetti, le trattative e ogni comportamento negoziale e non, finalizzati alla conclusione di un’operazione che costituisce evento rilevante ai sensi del Principio 2, sono comunicati al mercato se si è in presenza congiuntamente di: (i) segnali inequivocabili del fatto che, nonostante l’adozione di procedure idonee a mantenere la confidenzialità delle informazioni relative agli eventi in questione, non risultino rispettati gli obblighi di riservatezza da parte di chi sia venuto a conoscenza di tali informazioni; (ii) fondati motivi per presumere un esito positivo delle operazioni di cui tali eventi costituiscono fasi iniziali o intermedie. Nella comunicazione si avrà cura di evidenziare l’incertezza sull’esito finale degli eventi”, (cfr. Il Forum Ref sull’informazione societaria, giugno 2002, Principio n. 3).

Diversamente dalle conclusioni sopra illustrate e con riferimento ai connessi profili relativi alla repressione di fenomeni di *Insider Trading* connessi all’utilizzo illecito di informazioni riguardanti l’esistenza di trattative e, in generale, di fatti preparatori e propedeutici delle operazioni di fusione e acquisizione, la dottrina specialistica tendeva a ritenere<sup>61</sup> che anche l’esistenza di tali situazioni, rispetto alle quali l’evento finale (la conclusione dell’operazione) non fosse ancora definito con precisione e si ponesse in termini di mera probabilità (e non di ragionevole certezza), dovessero cionondimeno ritenersi, di per sé, *informazioni privilegiate*, come tali rilevanti ai sensi e per gli effetti dei divieti di *Insider Trading* e soggette a regime di riservatezza, essendone solo consentita la comunicazione “selettiva” ai soggetti qualificati (professionisti, consulenti, etc.) che collaboravano all’operazione in questione, i quali erano comunque tenuti a mantenere il più stretto riserbo su quanto loro comunicato.

Da quanto sopra illustrato emerge evidente come il coordinamento concettuale tra la discipline dell’informazione societaria e quella della repressione dell’*Insider Trading* – pur ponendosi in via di principio, l’una come profilassi dell’altra, che ne costituisce il momento repressivo – risultasse tutt’altro che lineare e ciò, proprio con riguardo al caso specifico degli eventi complessi e dinamici, quali

---

<sup>60</sup> Secondo tale impostazione potrebbe allora omettersi qualsiasi *disclosure* anche di un fatto propedeutico che delineasse con completezza e con ragionevole certezza l’evento futuro *price-sensitive*, se solo ne venisse garantita la riservatezza e la confidenzialità. Tale impostazione pare fin troppo cauta e non in linea con la Direttiva e, oggi, con la normativa interna.

<sup>61</sup> Cfr. A. BARTALENA, *cit.*

tipicamente sono le trattative e degli atti preparatori e propedeutici alle operazioni di fusione e acquisizione.

Una prima impostazione concettuale induceva a ritenere che la stessa informazione rilevante *ex* articolo 114 TUF (testo previgente) dovesse ritenersi altresì rilevante *ex* articolo 180 TUF (testo previgente), con la conseguenza che, al verificarsi degli stessi eventi, sorgevano sia gli obblighi di informativa continuativa che i divieti di *Insider Trading*<sup>62</sup>.

Da tale equiparazione tra la nozione di *fatto rilevante* *ex* articolo 114 TUF e quella di *informazione privilegiata* *ex* articolo 180 TUF, conseguiva però che – ove si ritenesse di dare rilevanza, ai fini della repressione dei fenomeni di *Insider Trading*, anche e già, alle informazioni relative alle fasi prenegoziali e propedeutiche, anche se non ancora capaci di delineare l'evento finale *price-sensitive* con esatta precisione e con ragionevole certezza – queste stesse informazioni, avrebbero allora dovuto assumere rilievo anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114 TUF, con la conseguenza che avrebbero dovuto essere comunicate tempestivamente al mercato.

Tale impostazione avrebbe comportato, dunque, che la finalità di tutela dell'efficienza dei mercati – in base alla quale devono essere comunicate solo le informazioni realmente significative e non fuorvianti in modo da non creare turbative e da non indurre a scelte di investimento/disinvestimento non razionali e consapevoli – sarebbe stata seriamente minacciata.

Laddove, al contrario, si fosse ritenuto di privilegiare l'esigenza di tutela del mercato da una informativa non fondata e fuorviante – ritenendo pertanto che tali trattative o atti preliminari non costituissero, di per sé, un fatto rilevante, non essendone quindi imposta la comunicazione al mercato fino a che non fosse definita nei suoi tratti essenziali l'operazione cui essi preludono e finché non si fosse raggiunta la ragionevole certezza della sua conclusione – si sarebbe dovuto

---

<sup>62</sup> Cfr. R. LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in "Le Società", 1999, p. 143; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in "Banca, borsa," 1999, I, 754, nonostante l'Autore riconosca che il corretto rapporto tra le due discipline dovrebbe vedere sorgere prima l'obbligo di astensione da comportamenti di *insider trading* e poi l'obbligo informativo e, ancora, come "l'area degli obblighi informativi dovrebbe essere eventualmente più ristretta, non più ampia, dell'area degli obblighi di astensione relativi ai comportamenti degli *insiders*".

conseguentemente concludere che, anche in relazione alla disciplina dell'*Insider Trading*, non si potesse ritenere (ancora) esistente alcuna informazione privilegiata.

E' tuttavia, una tale impostazione avrebbe indebolito alquanto, nella sua portata repressiva, la disciplina dell'*Insider Trading*, sottraendosi così ai divieti di utilizzo indebito tutte quelle informazioni relative a tali fatti propedeutici che fossero incompleti e che si limitassero a prevedere l'evento finale come solo possibile o probabile, per quanto sicuramente già *price-sensitive*.

A fronte di tali difficoltà di coordinamento, come abbiamo visto, e proprio con specifico riguardo alla casistica delle negoziazioni e dei fatti propedeutici e preparatori di operazioni di fusione e acquisizione, nel previgente quadro normativo si era opposto a quello esposto, un diverso orientamento propenso a trattare in maniera differente le due situazioni, al fine di dare una risposta efficace alle due diverse (e parzialmente inconciliabili) finalità perseguite dalle due diverse discipline.

In tal senso, inoltre, al fine di supportare ermeneuticamente tale orientamento, si era valorizzato l'indice letterale rinvenibile nella diversa locuzione utilizzata dal legislatore nei due diversi ambiti di disciplina (fatto rilevante nell'ambito dell'articolo 114 del TUF, a fronte di informazione privilegiata nell'ambito dell'articolo 180 TUF).

E ciò, proprio sulla base delle considerazioni che l'obbligo di informativa e il divieto di *Insider Trading* operassero in termini diversi, in quanto riferiti a due diversi presupposti: l'uno al verificarsi di un fatto rilevante e l'altro allorquando un soggetto fosse in possesso di informazioni privilegiate<sup>63</sup>.

In particolare, dunque, come visto, si riteneva che fatti rilevanti non potessero essere, di norma, le trattative o i fatti preparatori o prodromici di operazioni di fusione e acquisizione, i quali dovevano essere comunicati al mercato solo in tanto ed in quanto fossero sufficientemente definiti gli elementi essenziali dell'operazione e se ne potesse prevedere ragionevolmente l'esito positivo.

Gli stessi fatti preparatori e prodromici, invece, potevano talora ritenersi già, anche se incompleti e incerti rispetto all'evento a cui preludono, informazioni privilegiate, che come tali, non potevano essere utilizzate e dovevano essere

---

<sup>63</sup> Tale stesso approccio ermeneutico pare accolto implicitamente dalla Commissione in alcuni orientamenti: si vedano, in particolare, Comunicazione n. DM/98069480 del 26 agosto 1998, Comunicazione DIS/98055014 del 2 luglio 1998.

mantenute strettamente riservate, al fine di prevenirne l'utilizzo con indebito vantaggio (a nulla rilevando che tale informazione fosse soggetta o meno a obblighi di informativa nei confronti del pubblico). Il divieto di *Insider Trading* poteva, dunque, operare sin dall'avvio delle trattative e in relazione all'esecuzione di atti propedeutici a un'operazione straordinaria, a prescindere da ogni certezza sul loro esito.

### 3.3 LA NUOVA DISCIPLINA

La “Legge Comunitaria 2004”, coerentemente con quanto previsto dalla direttiva comunitaria CE 6/2003 (cfr. l'articolo 6), ha esteso la nozione di informazione privilegiata dall'ambito tradizionale della disciplina dell'*Insider Trading* a quello dell'informazione societaria continuativa.

Inoltre la definizione di informazione privilegiata risulta oggi più dettagliatamente circoscritta nell'articolo 181 TUF (sulla scorta della direttiva comunitaria CE6/2003) attorno ai requisiti di precisione (definito nel comma 2) e di attitudine ad influire sui prezzi (definito nel comma 4)<sup>64</sup>.

Nello specifico ambito qui oggetto di analisi, la primaria conseguenza di tale, oggi inequivoca, equiparazione terminologica<sup>65</sup> parrebbe allora essere quella di pregiudicare irrimediabilmente il principale appiglio interpretativo sulla base del quale, sin qui, parte della dottrina giustificava la omissione della *disclosure* dalle trattative e dai fatti preparatori e prodromici di un'operazione di fusione e acquisizione, in mancanza di quei caratteri di completezza e di ragionevole certezza in merito al verificarsi dell'evento finale.

Alla luce del nuovo quadro normativo un tale orientamento potrebbe, dunque, ritenersi messo seriamente in discussione, essendo venuta meno la duplicità delle due diverse nozioni di *fatto rilevante* e di *informazione privilegiata*.

E dunque, innanzi alla ricomposizione unitaria della nozione di *informazione privilegiata* utilizzata, sia ai fini della disciplina dell'informazione societaria continuativa

---

<sup>64</sup> Alla cui lettura si rimanda. Per approfondimenti sul significato degli elementi concettuali costitutivi della nozione di *informazione privilegiata (inside information)* si rinvia alla Raccomandazione CESR.

<sup>65</sup> Pur non del tutto speculare, v. Consob Documento di Consultazione, Part. I, par. 1. In argomento si vedano anche le osservazioni in Circolare ABI, serie legale n. 14 del 14 settembre 2005, p. 14.

ex articolo 114 TUF, sia nell'ambito della disciplina repressiva dell'*Insider Trading* ex articolo 184 TUF, la scelta parrebbe oggi obbligata.

O si opera una tempestiva *disclosure* ex articolo 114 TUF anche di tutti i fatti prodromici e preparatori di un'operazione di fusione e acquisizione – benché ancora incompleti nel loro contenuto e incerti nel loro esito e con il rischio, allora, di creare ingiustificate tensioni sui mercati – ove si ritenga di doverli ritenere già rilevanti, come *informazioni privilegiate*, ai fini dei divieti di *Insider Trading* ex articolo 184 TUF; oppure, viceversa, si deve sostenere che tali fatti non integrino, di per sé. Ancora, *informazioni privilegiate*, sul presupposto che tali informazioni non siano di carattere preciso e certo e che, pertanto, la loro *disclosure* avrebbe effetti di turbativa del mercato, ma ciò, allora, con il rischio concreto di privare di efficacia i divieti di *Insider Trading* rispetto a tutta una serie di situazioni particolarmente sensibili e criminogene.

Entrambe queste soluzioni paiono, dunque, inappaganti, dovendosi evidenziare come, nella specifica situazione qui esaminata, ci paiono permanere, invece, tuttora vive le esigenze di un diverso trattamento temporale di quelle informazioni, giustificato dalla presenza delle due diverse – e parzialmente inconciliabili – finalità come sopra evidenziate.

Da un lato, la tutela dell'efficienza dei mercati che verrebbe evidentemente pregiudicata ove fosse imposta la *disclosure* di tutti i fatti meramente preparatori e propedeutici e, quindi, anche quelli incompleti e privi di una fondata valenza prognostica dell'evento *price sensitive* (l'operazione di fusione e acquisizione), col rischio concreto che sul mercato si possa generare un flusso informativo eccessivo, incontrollato, fuorviante e distorsivo, soprattutto nel caso in cui, poi, i fatti preannunciati non si verificano.

Dall'altro lato, la repressione dell'abuso di informazioni privilegiate, e cioè dello sfruttamento di un'asimmetria informativa al fine di compiere (o far compiere) operazioni sul mercato in posizione di vantaggio rispetto alla generalità degli investitori, la quale deve poter operare anche innanzi a notizie ancora indefinite nel contenuto e incerte negli esiti, ma sicuramente *price sensitive*.

Pertanto, alla luce di quanto sopra – pur innanzi all'unitarietà della nozione di informazione privilegiata che oggi non consente più di giustificare un approccio ermeneutico letterale capace di tutelare simultaneamente, in maniera efficace ed efficiente, entrambe le citate, parzialmente inconciliabili, finalità – si conferma,

cionondimeno, la necessità di un approccio interpretativo che consenta, anche in linea di continuità con gli orientamenti espressi in passato dalla Consob e da Borsa Italiana, di delineare un diverso trattamento dell'informazione privilegiata nei due diversi ambiti.

In mancanza di ciò, si rischierebbe oggi – e ancor più rispetto a prima, per quel che ora si dirà – il prodursi di un'ambiguità normativa che lascerebbe gli operatori in balia di una grave incertezza in merito ai comportamenti informativi da tenere nella fase delicatissima delle negoziazioni e degli atti preparatori e propedeutici di operazioni di fusione e acquisizione, stretti da un lato da pressanti e non qualificati obblighi di *disclosure* e, dall'altro, da un'altrettanto pressante nuova disciplina della “manipolazione del mercato” di cui al nuovo articolo 187<sup>ter</sup> TUF, che sanziona, tra le altre ipotesi, la diffusione sul mercato di informazioni fuorvianti.

Tale ambiguità normativa rischia allora di pregiudicare seriamente due ordini diversi di interessi. Da un lato infatti si pongono i legittimi interessi particolari di riservatezza delle parti coinvolte in operazioni di fusione e acquisizione (venditore, acquirente, offerente, emittente e forse, lo stesso mercato, atteso il chiaro *favor legis* per la contendibilità del controllo delle società quotate), al fine di evitare che una prematura *disclosure* possa pregiudicare il successo di tali operazioni.

Dall'altro lato, si pone la diversa, seppur connessa e ancor più urgente, esigenza di tutelare l'interesse generale del mercato rispetto ad informazioni premature nei tempi, incomplete nel contenuto, incerte sugli esiti e quindi fuorvianti<sup>66</sup>; tale esigenza, come anticipato, è oggi ancor più sentita alla luce della nuova disciplina della manipolazione del mercato.

Ove si fosse ritenuto di riconoscere una piena identità, non solo terminologica, ma anche concettuale, della fattispecie informazione privilegiata in entrambi i due distinti ambiti di disciplina – ma allora sull'ulteriore presupposto che per tale dovesse necessariamente adottarsi la nozione più estesa che ricomprendesse, quindi, anche le informazioni relative a fatti propedeutici e preparatori (di altri fatti *price sensitive*), anche se incompleti nel loro contenuto e incerti nel loro esito, posto che altrimenti si determinerebbe la conseguenza inaccettabile di privare grandemente

---

<sup>66</sup> L'attenzione ad evitare gli effetti distorsivi che una informazione incompleta e fuorviante può avere sul mercato emerge espressamente anche nell'ambito della vigente normativa dal testo dell'art. 66-*bis*, comma 2, RE.

di efficacia repressiva la disciplina sull'*Insider Trading* – una soluzione normativa che avrebbe potuto comunque consentire di applicare un trattamento differenziato all'informativa ex articolo 114 TUF (rispetto all'esigenza di un'immediata efficacia dell'effetto repressivo della disciplina dell'*Insider Trading*), al fine di evitare gli effetti fuorvianti e distorsivi che altrimenti si verificherebbero sul mercato (e mantenendo, dunque, sostanzialmente fermi gli esiti interpretativi raggiunti sotto il vecchio regime), la si sarebbe potuta trovare nella disciplina che consente all'emittente di ritardare la *disclosure* delle informazioni privilegiate.

E tuttavia, deve osservarsi come tale disciplina – nella formulazione del testo del Regolamento Emittenti approvato ad esito della consultazione – non pare idonea a rispondere pienamente agli interessi e alle esigenze di riservatezza e di correttezza informativa sopra evidenziati (quali tipicamente rinvenibili nell'ambito di un'operazione di fusione e acquisizione), alla luce dei paletti normativi emergenti dalle Direttive e, comunque, del carattere di eccezionalità che la Consob ha ritenuto di attribuire ad essa, rispetto alla disciplina generale.

Come emerge dal testo del Regolamento Emittenti modificato ad esito della fase di consultazione, nell'esemplificare le situazioni a cui si possa ritenere applicabile la disciplina del ritardo informativo, la Consob ha dunque ritenuto di attenersi strettamente alle sole e stesse ipotesi esplicitamente previste nella direttiva comunitaria CE 6/2003.

La Consob non ha ritenuto pertanto opportuno prevedere esplicitamente, nell'esercizio della delega regolamentare esplicitamente conferitole dall'articolo 114, comma 3, TUF, altre situazioni che potessero ritenersi meritevoli di considerazione e, in particolare, quelle tipicamente manifestantisi nella fase delle trattative in relazione al compimento di atti propedeutici di operazioni di fusione e acquisizione.

In mancanza di esplicite indicazioni in tal senso – al fine di estendere a tutte le situazioni la possibilità di applicare la disciplina del *ritardo informativo* – non pare invero utile o sufficiente il mero rinvio alla clausola generale contenuta nell'articolo 66-*bis*, *comma 1*, Regolamento Emittenti, da utilizzarsi come criterio guida; e ciò in considerazione dei divergenti e non coerenti indici interpretativi che possono trarsi dalla lettura delle sole ipotesi oggi esplicitamente considerate al comma 2 del medesimo articolo 66-*bis* del Regolamento Emittenti che rende assai dubbia un'applicazione analogica di tale regime a molte delle situazioni concrete qui

analizzate, le quali risultano contraddistinte da ben diversi presupposti, soggettivi e oggettivi.

Innanzitutto, sotto il profilo soggettivo, tale norma tiene conto solo ed esclusivamente dei “legittimi interessi dell’emittente e del controllante” non parendo, dunque, considerati e considerabili – alla stregua della norma primaria e del suo modello comunitario – i legittimi interessi di riservatezza che facciano capo, tipicamente, ad altri protagonisti delle operazioni di fusione e acquisizione (il venditore che non sia anche controllante e/o l’acquirente e/o l’offerente) e di cui la *target* quotata o il suo controllante volessero farsi carico, spontaneamente o contrattualmente<sup>67</sup>.

La norma in questione non pare dunque pienamente funzionale al trattamento informativo di molte delle situazioni tipiche qui in esame e, in particolare di quelle in cui l’emittente quotato costituisca esso stesso l’oggetto (in veste di società *target*) di un’operazione di fusione e acquisizione.

Peraltro, anche l’interesse alla riservatezza delle trattative che faccia capo al soggetto controllante dell’emittente, in quanto venditore di una partecipazione (di controllo o meno) nel capitale dell’emittente stesso, non pare con certezza tutelabile con la disciplina in esame.

E’ pur vero che, diversamente dal testo sottoposto alla prima fase di consultazione (laddove nell’articolo 66*bis*, comma 2, Regolamento Emittenti, i soli “legittimi interessi” tutelabili con la disciplina del *ritardo informativo* erano esclusivamente quelli dell’emittente), nella nuova formulazione parrebbero oggi ben ritenersi tutelabili con tale disciplina anche i legittimi interessi del/i venditore/i che sia/siano anche controllante/i dell’emittente; in tal senso infatti depone il chiaro riferimento, nell’articolo 114, comma 3, TUF, ai “soggetti indicati nel comma 1” ( e

---

<sup>67</sup> Pertanto, deve notarsi che, alla luce del tenore letterale del comma 2 dell’art. 66-bis RE, l’emittente (o il suo controllante) ben parrebbero legittimati a ritardare la comunicazione di un’informazione avente ad oggetto un’operazione di M&A – in via generale e a prescindere, quindi, dall’interesse coinvolto – anche nell’ipotesi in cui tale informazione potrebbe, “per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico”. Parrebbe allora che, diversamente dall’affermazione di principio contenuta nel comma 1, il ritardo informativo possa comunque essere giustificato non solo dalla necessità di non pregiudicare i legittimi interessi dell’emittente e del suo controllante, ma anche quelli generali del mercato ad una informativa completa e non fuorviante. Una tale formulazione della disposizione, emersa dalla fase di consultazione, non pare però coerente né con l’art. 114 T.U.F., né con l’affermazione di principio che sembra essere stata alla sua base.

cioè gli “emittenti quotati e i soggetti che li controllano”) lo stesso articolo 66bis, comma 1, Regolamento Emittenti individua come degni di tutela con la disciplina del ritardo informativo, i legittimi interessi dei soggetti indicati nell’articolo 114, comma 3, TUF ( e quindi, oltre all’emittente, anche i suoi controllanti, nella fattispecie qui esaminata, interessati in qualità di potenziali venditori) risultando, invece e correttamente, espunto dalla versione finale del testo, l’ambiguo riferimento originariamente contenuto nel comma 2 ai soli “legittimi interessi dell’emittente”.

E tuttavia, nell’ambito del comma 2 dell’articolo 66bis del Regolamento Emittenti la sola circostanza ritenuta rilevante al fine di ritenere applicabile la disciplina del *ritardo informativo* viene individuata nel rischio che la *disclosure* possa “compromettere la realizzazione di una operazione da parte dell’emittente”, senza alcuna considerazione , qui, per il suo controllante.

Alla luce del testo della norma potrebbe allora sembrare perlomeno dubbio che possano godere di specifica considerazione anche i legittimi interessi di riservatezza del controllante, al fine di non pregiudicare il buon esito di un’operazione che lo veda intervenire in veste di venditore di una partecipazione nell’emittente quotato.

Come detto, invece, ben difficilmente tutelabili con la disciplina del ritardo informativo sembrano gli interessi degli altri attori che possono tipicamente prendere parte ad operazioni di fusione e acquisizione: venditori non controllanti; acquirenti; offerenti.

Tale lacuna rende allora assai difficile invocare l’applicazione della disciplina del ritardo informativo ad operazioni di trasferimento di partecipazioni non di controllo e ad offerte pubbliche di acquisto o di scambio, laddove pure possono individuarsi legittimi interessi, degni di tutela, alla riservatezza delle negoziazioni o delle fasi preparatorie e propedeutiche dell’operazione, al fine di non frustare il buon esito dell’operazione, e ciò a maggior ragione ove si consideri il *favor legis* che traspare da tutta la disciplina del TUF in relazione alla contendibilità del controllo delle società quotate.

Il limitato e, ai fini che qui interessano, scarsamente funzionale ambito di applicazione della disciplina in esame – anche nei casi che potrebbero ritenersi coperti dalla norma sotto il profilo soggettivo (e quindi il caso in cui l’operazione di fusione e acquisizione sia posta in essere dall’emittente ovvero abbia ad oggetto

l'emittente stesso, limitatamente al caso in cui si tratti di tutelare un interesse proprio dell'emittente stesso, ovvero del venditore controllante) – pare ulteriormente emergere, sotto il diverso profilo oggettivo, dalla considerazione delle sole fattispecie esemplificate (pur non esaustive per esplicita ammissione) considerate dalla Consob nel comma 2 dell'articolo 66bis Regolamento Emittenti (in linea, come detto, con quanto previsto nella direttiva comunitaria Ce 6/2003); la norma fa infatti esplicito riferimento solo alle “negoziazioni in corso” (e non anche, quindi, agli atti unilaterali e preparatori di operazioni di mercato) e, in particolare, solo a quelle “miranti ad assicurare il risanamento a lungo termine dell'emittente”. Situazioni, quindi, del tutto estranee o residuali rispetto alla prassi operativa delle operazioni di fusione e acquisizione che non paiono, invece, in alcun modo esplicitamente considerate.

L'altra situazione espressamente indicata come capace di giustificare un ritardo informativo nella *disclosure* è il caso di incompleto espletamento del processo decisionale interno dell'emittente ritenendosi di dover con ciò interpretare ogni ipotesi di processo decisionale interno, in base a disposizioni legali o statutarie, nonostante il richiamo evochi chiaramente il caso in cui si sia in presenza di un sistema dualistico.

Anche qui appare difficile estendere la disciplina all'ipotesi in cui l'incompletezza attenga al processo decisionale di un potenziale offerente ovvero, con riguardo al caso specifico di trattative, nel caso di incompletezza nel processo decisionale del venditore o della sua controparte acquirente, ove questi non coincidano con l'emittente.

Si può allora ribadire quanto poco utile e funzionale appaia il ricorso alla disciplina del ritardo informativo, al fine di giustificare un diverso trattamento in ambito di informazione societaria, rispetto all'ambito proprio dell'*Insider Trading*, della medesima informazione che consista in un fatto prodromico di una operazione di fusione e acquisizione e ciò, in particolar modo, ove si abbia riguardo ad operazioni che vedano l'emittente quotato essere l'obiettivo di una operazione di fusione e acquisizione.

Laddove, invece, sia l'emittente quotato ad intervenire direttamente nell'operazione (come venditore, acquirente o offerente), il tenore letterale della norma lascerebbe senz'altro più spazio; a maggior ragione, dunque, pare privo di giustificazione un regime di trasparenza che comporta, ingiustificatamente, un

diverso trattamento informativo per la medesima tipologia di evento *price-sensitive*, a seconda del ruolo che in esso venga a ricoprire l'emittente.

In realtà, pare allora doversi concludere che una compiuta ed esaustiva risposta al problema generale del trattamento informativo da riservare al caso delle trattative e degli atti prodromici ad operazioni di fusione e acquisizione (e, in via generale, a tutti gli eventi complessi e dinamici, *in progress*), non debba e non possa proprio ricercarsi nella eccezionale disciplina del ritardo informativo.

A tal fine, come si vedrà, occorrerà invece e necessariamente soffermarsi sul presupposto stesso dell'obbligo informativo, concentrandosi nella ricostruzione di un contenuto concettuale specifico della nozione di informazione privilegiata nell'ambito dell'articolo 114 TUF che, in via generale, possa poi giustificare, anche nel nuovo quadro normativo, un diverso trattamento, rispetto all'ambito repressivo dell'*Insider Trading*, di tutti quei fatti o eventi che si inseriscono in un processo dinamico a formazione progressiva, quali tipicamente sono le trattative negoziali e gli atti propedeutici di operazioni di v.

Al contrario, la soluzione fornita dall'articolo 66bis Regolamento Emittenti, come affermato con chiarezza inequivocabile dalla Consob, deve ritenersi una soluzione derogatoria ai principi generali, per sua natura, quindi, eccezionale e residuale; con ciò solo dovendosi escludere che in essa, possa individuarsi lo strumento generale per risolvere le delicate problematiche interpretative che si pongono, nella materia, ogni volta che si tratti di considerare il regime informativo applicabile a situazioni o fatti che si inseriscono in dinamiche *in progress*, o che si scompongano in una pluralità di singoli elementi rilevanti.

Certamente una tale soluzione avrebbe reso assai più agevole la posizione dell'interprete che non sarebbe stato più tenuto ad una accurata disamina del fatto sottoposto alla sua attenzione al fine di valutare se esso abbia o meno i caratteri propri dell'*informazione privilegiata*; secondo tale impostazione, infatti, si sarebbe ben potuta ritenere tale ogni informazione preliminare o propedeutica, applicando poi ad essa la disciplina del *ritardo informativo*. Ma, come evidente, tale soluzione interpretativa – attesa la sua disciplina procedurale che, al comma 5 dell'articolo 66bis Regolamento Emittenti, impone comunque la comunicazione alla Consob dell'informazione ritardata, ribaltando su di essa ogni profilo valutativo in merito – avrebbe deresponsabilizzato del tutto i destinatari della normativa, inondando

l'autorità di vigilanza di segnalazioni e lasciando ad essa l'improbabile compito di valutare, caso per caso, quando ne fosse dovuta, comunque, la tempestiva pubblica *disclosure*.

Per impostare, dunque, il problema in maniera analiticamente corretta e logicamente coerente alla luce del vigente quadro normativo, non rimane che indagare i presupposti stessi dell'obbligo informativo (e non tanto, quindi, il regime eccezionale del suo ritardo) e, allora, in tal senso tentare di ricostruire quelli che devono ritenersi i peculiari contorni concettuali della nozione di informazione privilegiata, quando essa venga utilizzata nell'ambito della specifica disciplina dell'informazione societaria e alla luce della sua propria *ratio*.

Una volta che sorgano i presupposti della *disclosure ex* articolo 114 TUF, e che dunque una *informazione privilegiata* possa dirsi di per sé sussistente alla luce della ricorrenza degli elementi costitutivi che ora saranno individuati, solo a quel punto potrà allora valutarsi la possibilità di applicare la disciplina eccezionale di cui all'articolo 66bis Regolamento Emittenti, ove ricorrano le circostanze ivi previste.

### **3.4 I SOGGETTI INTERESSATI**

Come già detto, dal nuovo quadro normativo è emersa ancor più urgente la necessità di chiarire i delicati profili informativi che si manifestano in occasione delle trattative e degli atti propedeutici ad operazioni di fusione e acquisizione. I soggetti tenuti alla comunicazione delle informazioni privilegiate ex articolo 114 TUF, si trovano, infatti, oggi ancor più esposti al dilemma se procedere ad una puntuale e tempestiva *disclosure ex* articolo 114 TUF, ovvero se astenersi – fino a che non siano stati definiti tutti gli elementi essenziali di tali operazioni e non vi sia la ragionevole certezza della loro conclusione – dal comunicare notizie relative a negoziazioni o fatti preparatori o propedeutici che possano rilevarsi potenzialmente fuorvianti e, pertanto, integranti una ipotesi di manipolazione del mercato *ex* articolo 187ter, comma 1 TUF, così come esemplificata dal CESR nella condotta di *dissemination of false and misleading information*.

In mancanza di un tale chiarimento gli operatori verrebbero oggi a trovarsi in uno stato di grave incertezza circa i comportamenti da assumere in questi frangenti.

Si tratta allora di verificare – nell'impossibilità di ricorrere utilmente alla disciplina del ritardo informativo di cui all'articolo 66bis Regolamento Emittenti e pur nel rispetto del dato letterale dall'articolo 181 TUF –quali altri approcci ermeneutici possano invocarsi a fondamento della tesi qui sostenuta di un (permanente) diverso trattamento delle medesime informazioni nell'ambito della disciplina dell'informazione societaria *ex* articolo 114 TUF, rispetto all'ambito dell'*Insider Trading*, qualora tali informazioni attengano ad un atto propedeutico e dinamico nell'ambito di un'operazione di fusione e acquisizione.

Occorre a tal fine e innanzitutto soffermarsi a considerare la non perfetta coincidenza tra la (più ampia) nozione di informazione privilegiata adottata nell'ambito della disciplina dell'*Insider Trading* all'articolo 181 del TUF, rispetto a quella (più delimitata) accolta nel corpo dell'articolo 114 del TUF che potrebbe condurre alla radicale conclusione che le informazioni aventi ad oggetto fasi propedeutiche di una operazione di fusione e acquisizione – limitatamente però al caso in cui questa coinvolga gli assetti proprietari di un emittente quotato (*target*) – non possano, di per sè, neppure ritenersi informazioni privilegiate ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114 del TUF, ben potendo invece esserlo ai sensi e per gli effetti dell'articolo 181 TUF.

E in effetti, mentre nell'articolo 181 TUF (in linea con l'articolo 1 della direttiva comunitaria CE 6/2003) il riferimento testuale è ad ogni informazione “*concernente direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari?*”, nell'ambito dell'articolo 114 TUF il riferimento è alle sole “*informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti o le società controllate?*”, scomparendo ogni riferimento alla rilevanza indiretta che può rivestire l'informazione per l'emittente, nonché agli strumenti finanziari.

Da tali elementi testuali deve innanzitutto concludersi che esce confermato l'orientamento consolidato che tende a delimitare l'ambito oggettivo di applicazione dell'articolo 114 TUF alle sole informazioni che riguardano direttamente l'emittente e le sue controllate, la c.d. *corporate information*, ad esclusione quindi della *market information*, che possono riguardare solo indirettamente l'emittente.

Dal testo della norma, potrebbe però ulteriormente ritenersi confortata l'impostazione che vorrebbe escludere, in via generale, dalla disciplina dell'informazione societaria continuativa, qualsiasi informazione che riguardi non

tanto (direttamente) l'emittente quanto i suoi strumenti finanziari e, quindi, i suoi assetti proprietari e partecipativi, non potendosi dunque ritenere questa, di per sè, una informazione privilegiata, in quanto *outside information*.

In tal senso, allora e tipicamente, l'informazione che fosse detenuta da un emittente (essendone lo stesso venuto a conoscenza, ad esempio, nel momento in cui soggiaccia alla *due diligence* del potenziale acquirente o in cui venga contattato dal potenziale offerente di un'offerta pubblica di acquisto amichevole) o, addirittura, dal suo controllante non quotato (tipicamente ove esso si ponga anche quale potenziale venditore), concernente l'esistenza di trattative o di atti prodromici alla conclusione di operazioni di trasferimento di partecipazioni di controllo nel capitale di tale stesso emittente (tramite operazioni negoziate o di mercato) non costituirebbe informazione privilegiata ex articolo 114 TUF, sottraendosi del tutto alla disciplina dell'informazione societaria.

Una tale conclusione non pare però sostenibile alla luce sia della *ratio* che della storia normativa (il Regolamento Consob n. 5553 del 1991, all'articolo 5, comma 2, lett. a) tra i fatti *price sensitive* rilevanti che si verificano nella sfera di attività dell'emittente, annoverava esplicitamente "ogni modifica dei soggetti che comunque esercitano il controllo su di essi"), nonché della prassi anche internazionale (si veda ad esempio l'elencazione di tipologie di *Inside information* fornita dal CESR, laddove si prevede espressamente e proprio come prima tipologia il "*change in control and control agreements*" "*which directly concerns the issuer*").

Se dunque la modifica degli assetti di controllo deve ritenersi senz'altro evento *price-sensitive*, similmente dovrà allora dirsi per gli eventi propedeutici che preludono ad essa, ove ricorrano quei caratteri di precisione e di certezza che sono trattati di seguito.

Si può pertanto ritenere che, nell'ambito dell'articolo 114 TUF, il riferimento ad informazioni che riguardino direttamente l'emittente – anche nell'assenza di ogni riferimento agli strumenti finanziari contenuto invece nell'articolo 181 TUF – debba necessariamente leggersi nel senso di ricomprendere anche le informazioni che riguardano il suo assetto proprietario e partecipativo e non solo la sua propria sfera di attività.

Dall'analisi sin qui svolta sui dati testuali forniti dall'articolo 114 TUF si può escludere che utili spunti ermeneutici possano trarsi dalla lettura della norma, al fine

di ricostruire il contenuto concettuale peculiare che deve presentare un'informazione affinché possa dirsi privilegiata ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114 T.U.F., avendo specifico riguardo al caso che qui interessa degli atti prodromici ad operazioni di fusione e acquisizione.

A tal fine occorrerà invece valorizzare, in un approccio ermeneutico storico-sistemico, la genuina *ratio* sottesa ad essa, nei suoi tratti di specificità e di differenza rispetto a quella sottesa alla disciplina dell'*Insider Trading*.

E infatti, pur davanti alla nozione terminologica unitaria di informazione privilegiata oggi fornita dall'ordinamento settoriale nell'articolo 181 TUF, nei termini descrittivi generali ivi previsti, ci pare, cionondimeno, che si possa ben invocare una ricostruzione differenziata della relativa nozione concettuale, a seconda dell'ambito di disciplina nel quale essa debba essere utilizzata e alla luce della specifica *ratio* che quella disciplina informa.

Si badi infatti che la nozione di informazione privilegiata fornita dall'articolo 181 TUF, pur nel suo apprezzabile sforzo descrittivo, risulta essere una nozione astratta e generale e, quindi, come tale, ben capace di adattarsi a diverse realtà e passibile di essere ricostruita, di volta in volta, per via interpretativa, alla luce della *ratio* sottesa alla disciplina nella quale essa venga calata.

A tal fine, rilevanza centrale assume il requisito della *price-sensitiveness*, ovvero dell'attitudine dell'informazione, “*se resa pubblica*” a “*influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”.

In tal senso, dalla lettura dell'articolo 181 TUF emerge chiaramente come elemento costitutivo dell'informazione privilegiata è che essa si riferisca ad un “*complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà*” e che sia “*sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento (...) sui prezzi degli strumenti finanziari*”.

Può allora e innanzitutto osservarsi che una informazione potrà dirsi *price-sensitive* se si riferisce a circostanze o eventi (esistenti e verificati ovvero, alternativamente, di ragionevole futura esistenza e avveramento) *price-sensitive*.

Rivalutando qui una impostazione talora già emersa in relazione al previgente regime normativo ma, pare, tuttora quanto mai valida, occorre soffermarsi a sottolineare che un evento, ovvero un complesso di circostanze, debbano ritenersi rilevanti ai sensi dell'articolo 114 TUF solo quando siano autonomamente idonei ad

influenzare il corso dei titoli e a giustificare, autonomamente, ponderate e razionali decisioni di investimento e/o disinvestimento da parte degli investitori.

Ne consegue, allora, che la mera esistenza di una trattativa o del compimento di atti propedeutici alla conclusione di una operazione di fusione e acquisizione non potrà, di norma, considerarsi un evento o un complesso di circostanze di per sè autonomamente price-sensitive, nel senso che la loro attitudine ad influire sui prezzi di borsa deriva esclusivamente dal fatto di anticipare un altro evento potenziale e futuro (la possibile conclusione dell'operazione) – questo sì, autonomamente rilevante, ove si verifichi effettivamente.

Ma allora, solo nel caso in cui nell'ambito della trattativa si verifichi un evento propedeutico o venga ad esistenza un complesso di circostanze preliminari capaci di delineare, con sufficiente precisione di contenuto e con ragionevole certezza di previsione, il futuro verificarsi dell'evento finale avente natura autonomamente price-sensitive (e cioè la conclusione dell'operazione) si imporrà la *disclosure*, si osserverà allora come, in definitiva, non saranno tanto questo stesso evento propedeutico (già verificatosi) o queste stesse circostanze preliminari (già esistenti) ad assumere autonoma valenza come informazione privilegiata ex articolo 114 TUF, risultando invece evidente che l'evento price-sensitive oggetto di *disclosure* (anticipata) sarà pur sempre l'evento finale (che necessariamente si porrà, qui, come evento futuro, ma ormai di ragionevolmente certa verifica) che dovrà necessariamente essere descrivibile, con precisione, nei suoi termini essenziali.

Alla luce della formulazione dell'articolo 181 TUF pare, allora, che l'impostazione analiticamente più efficace per impostare il problema dell'informativa delle trattative e degli atti prodromici risulti essere quella cronologica (in termini cioè di ricerca del momento al quale anticipare l'informazione di un evento, necessariamente futuro, che sia autonomamente rilevante – nel nostro caso, come evidente, la conclusione dell'operazione finale cui le trattative o tali atti precludono) e non tanto quella contenutistica, volta a ricercare il contenuto specifico che sia capace di qualificare un evento propedeutico come fatto di per sè *price-sensitive* e, quindi, di per sè, autonomamente rilevante.

In realtà, ci si avvede, quindi, come nell'ipotesi qui da noi considerate, ai fini dell'articolo 114 TUF, l'evento autonomamente price-sensitive non potrà che essere, sempre e soltanto, l'evento finale (l'operazione di fusione e acquisizione), nel senso

che l'informativa sarà dovuta o quando tale evento si verifica (come ovvio), ovvero, talvolta, ancor prima, quando alla luce degli eventi propedeutici si possa “ragionevolmente prevedere che si verifichi” e se ne conoscano i dettagli con sufficiente precisione, in maniera tale da consentire di trarre conclusioni fondate sull’impatto sui prezzi.

Solo questo accento sulla autonoma attitudine ad alterare i prezzi si mostra, in definitiva, capace di guidare l’interprete nel discernere, nella sequenza dinamica di accadimenti propedeutici e preliminari che costellano una complessa trattativa, quali siano quelli capaci di assumere una autonoma rilevanza informativa ex articolo 114 TUF.

E’ infatti evidente che qualsiasi atto propedeutico, anche il più embrionale e vago, potrebbe, di per sé, manifestare una attitudine ad influire sui prezzi; non però autonomamente, ma in quanto evocatore di un possibile o probabile futuro evento finale che, ove si verificasse, avrebbe sicuramente influenza sui prezzi.

E’ tuttavia, come già detto, se tutti tali eventi dovessero dunque ritenersi rilevanti ex articolo 114 TUF, il mercato verrebbe inondato da un flusso incontrollato di informazioni parziali e fuorvianti, tradendosi così quella che è la *ratio* stessa della disciplina in esame.

Tale impostazione è, in conclusione, quella che pare la più rispondente alla genuina *ratio* della disciplina dell’informazione societaria, la quale impone di tutelare l’efficienza del mercato, evitando che su di esso vengano diffuse informazioni che possano generare effetti distorsivi, inducendo gli investitori a scelte di investimento e/o disinvestimento non razionali o consapevoli.

Le medesime considerazioni di cui sopra, in merito al carattere di autonomia che l’attitudine *price-sensitive* di un evento deve presentare affinché questo possa integrare un’informazione privilegiata, non appaiono viceversa giustificate nell’ambito della disciplina repressiva dell’*Insider Trading*, attesa la diversa *ratio* ad essa sottesa e consistente nella repressione dell’abuso – uso illecito – di informazioni privilegiate.

E infatti, a tal fine potranno ben assumere rilevanza anche eventi propedeutici all’evento finale (che potranno essere già verificati o di ragionevole futuro avveramento, come dice l’articolo 181 TUF) che, in quanto tali non siano però autonomamente *price-sensitive* (anche se, allo stato, ancora meramente probabili e

incompleti nella loro definizione) e, quindi, non ancora oggetto di autonoma rilevanza ex articolo 114 TUF.

Nel nostro caso, allora, la firma (attuale o, anche, ragionevolmente prevedibile) di una lettera di intenti assumerà essa stessa rilevanza come informazione privilegiata ex articolo 181 TUF, ancorché incapace di delineare i tratti essenziali dell'operazione e anche se da essa non si possa ancora prevedere ragionevolmente la conclusione di un fatto *price-sensitive*, ponendosi tale evenienza come solamente possibile o probabile; e tuttavia l'informazione sull'evento considerato, ove sufficientemente precisa ex articolo 181 TUF (avendo riguardo al suo oggetto diretto: la firma di una lettera d'intenti avente un certo contenuto per quanto incompleto) potrà consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto che esso possa avere sui prezzi e, quindi, integrare già e di per sé una informazione *price-sensitive* ai sensi e per gli effetti dell'articolo 184 TUF.

Ciò detto occorre soffermarsi a considerare come a conclusioni diverse parrebbe condurre la lettura del comma 1 dell'articolo 66 Regolamento Emittenti, laddove si afferma che “gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del TUF sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio.

La stessa Consob nel documento di consultazione del 13 maggio 2005 e nella Comunicazione DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha voluto sottolineare come in tale formulazione si debba leggere un significativo elemento di differenza nella nozione di informazione privilegiata applicabile nell'ambito dell'articolo 114 TUF, rispetto a quello utilizzabile nell'ambito della disciplina sull'*Insider Trading*, non potendosi quindi liquidare tale diversa formulazione testuale come un difetto di coordinamento tra norma primaria e norma secondaria.

In particolare, la Consob nel documento Esito delle Consultazioni sottolinea come l'articolo 66, comma 1, Regolamento Emittenti, attenendosi testualmente alla “previsione contenuta nella direttiva di livello 2”, “considera indispensabile il concreto verificarsi degli eventi e delle circostanze ai fini dell'imposizione dell'obbligo di informazione”, ritenendo altresì opportuno, considerata la portata di carattere generale della norma in esame, inserirla come comma 1 dell'articolo 66

(posto che nell'originaria formulazione del testo sottoposto alla consultazione, tale medesima previsione appariva al comma 5 dell'articolo 66).

La scelta compiuta dalla Consob non pare però la più opportuna, in termini di coerenza sistematica della normativa, considerato che l'articolo 114 TUF richiama chiaramente – pur con le differenze già esaminate – la nozione di informazione privilegiata fornita dalla norma primaria.

In tal senso, il significato proprio del comma 1 dell'articolo 66 Regolamento Emittenti in esame parrebbe doversi limitare a quello di individuare il momento in cui gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114 TUF possano ritenersi ottemperati: all'inciso, “*al verificarsi d un complesso di circostanze o di un evento*”, non parrebbe allora possibile attribuire una valenza interpretativa generale della nozione stessa di informazione privilegiata, nell'ambito della complessiva disciplina dell'articolo 114 TUF, parendoci dunque non condivisibile il compito improprio che la Consob è stata sollecitata a svolgere in relazione alla formulazione di questa disposizione regolamentare, consistente nell'evidenziare la tipologia di informazioni privilegiate per le quali si manifesta l'esigenza di informare il pubblico.

Tale disposizione si limita cioè a chiarire – ai limitati fini dell'individuazione del momento in cui la *disclosure* è dovuta – che un evento può ritenersi verificato anche se non ancora formalizzato; da ciò solo non pare però possa discendere che, in via generale, dall'ambito dell'articolo 114 TUF debbano venir espunti tutti quegli eventi non ancora verificatisi ma “che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno” come testualmente prevede la definizione di informazione privilegiata fornita dall'articolo 181 TUF esplicitamente richiamata dallo stesso articolo 114 TUF.

In tal senso ci pare che sarebbe stata più appropriata la originaria collocazione topografica al comma 5 del medesimo articolo.

Ciò detto, quel che può tuttavia apprezzarsi è come la Consob stessa sottolineasse già nel Documento di Consultazione del 13 maggio 2005 che la locuzione adottata nell'articolo 66, comma 1, Regolamento Emittenti giustificasse la ricostruzione di una diversa nozione concettuale di *informazione privilegiata* in ambito di informazione societaria, rispetto a quella vigente in ambito di disciplina repressiva dell'*Insider Trading*.

Se, dunque, l'opzione ermeneutica sopra proposta sembra uscire sostanzialmente confermata alla luce delle osservazioni della Consob, la conclusione che si dovrebbe trarre dall'articolo 66, comma 1, Regolamento Emittenti dovrebbe allora essere ancor più radicale di quella suggerita; e, in effetti, dovrebbe allora venir esclusa in radice qualsiasi autonoma rilevanza ex articolo 114 TUF dei fatti propedeutici di un evento *price-sensitive*, posto che sempre e solo al verificarsi di quest'ultimo (sicuramente autonomamente *price-sensitive*) scatterebbe l'obbligo di pubblica *disclosure*, non potendo neppure porsi, allora, il problema di una anticipazione informativa rispetto al momento di sua effettiva verifica.

Peraltro, ove ci si soffermi a considerare l'inciso "sebbene non ancora formalizzati", riferito agli eventi e circostanze verificatisi che danno luogo all'obbligo di informazione al pubblico, ci si avvedrà che le conclusioni cui si giunge non sono poi così dissimili da quelle sopra suggerite.

E infatti come già si è detto, deve ritenersi che oggetto di pubblica *disclosure* ex articolo 114 TUF debba necessariamente essere, sempre e solo, un evento o un complesso di circostanze autonomamente *price-sensitive* che, quindi, sia definito nei suoi tratti essenziali e sia ragionevolmente certo; e in tal senso, allora, da poter ritenere già sostanzialmente verificatosi benché, con riguardo al momento della sua formalizzazione, potrà al contempo ritenersi ancora un evento futuro.

Pare dunque uscire confermata – e anzi rafforzata – l'opzione ermeneutica sopra proposta; che un fatto propedeutico di una operazione di fusione e acquisizione non possa di norma assumere autonoma rilevanza ex articolo 114 TUF, ma solo qualora e in tanto in quanto esso sia in grado di descrivere con precisione il contenuto essenziale dell'evento *price-sensitive* cui prelude (la conclusione dell'operazione di fusione e acquisizione), il quale si ponga, inoltre, come ragionevolmente certo rispetto alla sua ancora futura finalizzazione (e, quindi, in tal senso, se si vuole, già sostanzialmente verificatosi, per quanto non ancora formalizzato).

### **3.5 LE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE**

Riconosciuta innanzitutto la natura tipicamente *price-sensitive* delle operazioni di fusione e acquisizione, che dovrà pur sempre verificarsi di volta in volta

e caso per caso, sono stati sottolineati i profili di particolare delicatezza che assume il trattamento informativo delle fasi propedeutiche di tali operazioni, in relazione alla disciplina dell'informazione societaria continuativa e a quella della repressione dell'*Insider Trading*.

In particolare è stato evidenziato come, proprio per tali tipologie di eventi e situazioni (così come, in generale, per ogni tipologia di eventi o situazioni complessi e dinamici che maturano attraverso una serie successiva di singoli atti o fatti –quali tipicamente risultano essere le operazioni di fusione e acquisizione che maturano attraverso un articolato percorso negoziale di trattative, costellato di singoli atti o fatti prodromici), si manifesti la difficoltà di coordinare le due distinte e connesse discipline, alla luce delle diverse e parzialmente inconciliabili ragioni a cui esse risultano improntate.

Da un lato, quella di fornire al mercato una informativa veritiera, precisa, completa e non fuorviante, al fine di consentire scelte di investimento e disinvestimento consapevoli e razionali: dall'altro quella di reprimere fenomeni di abuso e utilizzo illecito di situazioni di asimmetria informativa.

E' allora evidente come, proprio in relazione a tale tipologia di eventi e situazioni, possa porsi l'esigenza di rendere tempestivamente applicabile la normativa repressiva dei fenomeni di *Insider Trading*, mentre possa risultare spesso controproducente e dannoso imporre la contestuale pubblica *disclosure*.

Tali fatti propedeutici, infatti, potrebbero essere già price-sensitive (non autonomamente ma in quanto evocativi di futuri, possibili eventi autonomamente price-sensitive) e, quindi, utilizzabili abusivamente, sfruttando l'asimmetria informativa che li caratterizza, pur essendo gli stessi ancora prematuri per la pubblica *disclosure*, in quanto non ancora in grado di descrivere l'evento finale (autonomamente price-sensitive), con sufficiente precisione e di anticiparlo con ragionevole certezza.

La prematura *disclosure* di tali informazioni avrebbe, allora, effetti pericolosamente distorsivi sui prezzi, potendo esse risultare perlopiù fuorvianti e aleatorie e, quindi, incapaci di favorire scelte di investimento e disinvestimento razionali e consapevoli, tradendosi così la *ratio* stessa della normativa sull'informazione societaria.

Alla luce di tali due diverse esigenze la prassi pare aver elaborato un approccio differenziato al trattamento di tali informazioni, a seconda dell'ambito di

applicazione, mentre parte della dottrina ha creduto di trovare la giustificazione ermeneutica di tale approccio nel diverso presupposto che normativamente rendeva applicabile le due discipline: il *fatto rilevante* per il (previgente) articolo 114 TUF e l'*informazione privilegiata* per il previgente articolo 180 TUF.

Il nuovo quadro normativo che, nel recepire la direttiva comunitaria CE 6/2003 e in linea con essa, ha adottato una nozione unitaria di informazione privilegiata che opera oggi indifferentemente nell'ambito dell'informazione societaria, della repressione dell'*Insider Trading* e della manipolazione del mercato, disciplinando altresì la disciplina derogatoria del ritardo informativo, ha però scompaginato le rassicuranti conclusioni cui si era pervenuti, imponendone un radicale ripensamento.

In tal senso è stato considerato come, ove pur si fosse voluto riconoscere nel vigente ordinamento l'esistenza di una nozione unitaria, non solo lessicale, ma anche concettuale, di informazione privilegiata, cionondimeno un regime differenziato (*rectius*, temporalmente sfasato) avrebbe comunque potuto teoricamente ottenersi –in sostanziale continuità con gli esiti dell'elaborazione precedente – ritenendo applicabile in via generale alle fattispecie qui esaminate la apposita disciplina del ritardo informativo introdotta con l'articolo 66bis Regolamento Emittenti.

E tuttavia, abbiamo dovuto prendere atto che la Consob –anche in considerazione dei vincoli che paiono emergere dal dettato comunitario – ha ritenuto di limitare soggettivamente e oggettivamente lo spettro di applicazione di tale strumento, attribuendo inoltre ad esso un carattere di eccezionalità che lo rende funzionalmente assai poco adatto ad affrontare, in via generale, le delicate problematiche che qui abbiamo esaminato.

Verificata, quindi, l'impossibilità di percorrere tale strada – che, peraltro, avrebbe sollevato rilevantissime problematiche di natura procedurale-amministrativa in seno alla Consob – e ritenuto che fossero tuttora e, anzi, ancor più vive (alla luce della disciplina della manipolazione del mercato), le considerazioni che hanno sin qui giustificato un trattamento differenziato, si è passati a verificare quali potessero essere gli approcci ermeneutici che consentissero di giustificare un tale diverso trattamento dello stesso evento (*rectius*, della stessa informazione), a seconda dell'ambito in cui esso venga valutato.

Dopo aver verificato l'impossibilità di ricercare nel dettato letterale dell'articolo 114 TUF utili spunti ermeneutici di differenziazione della nozione di

informazione privilegiata rispetto a quella utilizzata nell'articolo 181 TUF, si ritiene che nonostante l'attuale unitarietà lessicale di tale nozione, fosse cionondimeno legittimo e possibile, oltretutto tuttora opportuno e giustificato, un approccio ermeneutico, di tipo storico-sistematico, volto a ricostruire un contenuto concettuale differenziato di quella nozione a seconda dell'ambito di disciplina in cui essa venga utilizzata.

In tal senso la strada analitica più corretta è parsa dunque, quella di soffermarsi a valorizzare la specifica *ratio* della disciplina dell'informazione societaria, confrontandola con quella propria della disciplina dell'*Insider Trading* e giungendo, per tale via, ad individuare l'elemento concettuale qualificante della fattispecie (in linea di continuità con impostazioni dottrinarie avanzate sotto l'ancien regime), nel carattere di autonomia che deve rivestire l'attitudine *price-sensitive* dell'informazione stessa.

In tale direzione, allora, si è potuto concludere che oggetto di informazione societaria ai sensi e per gli effetti dell'articolo 114 TUF dovrà necessariamente essere, sempre e soltanto, un evento autonomamente price sensitive: in tal senso l'informativa pubblica di esso potrà essere temporalmente anticipata rispetto al momento della sua effettiva realizzazione (o se si vuole, in linea con l'articolo 66 Regolamento Emittenti, formalizzazione), solo nel caso in cui intervengano eventi propedeutici ad esso che siano in grado di descriverlo con sufficiente precisione e sul presupposto che esso risulti ragionevolmente certo nella sua futura realizzazione.

E' stato infine verificato come tale conclusione risulti compatibile – oltretutto con le indicazioni che sin qui hanno formato oggetto di elaborazione da parte della Consob, di Borsa Italiana e di parte della dottrina specialistica, nonché con le indicazioni che possono trarsi dalla Raccomandazione CESR – anche con gli indici testuali che emergono dalla norma secondaria elaborata dalla Consob nell'articolo 66, comma 1, Regolamento Emittenti, in relazione alla quale la stessa Consob ha comunque riconosciuto, in via di principio, l'opportunità di adottare, nell'ambito dell'informazione societaria continuativa, una nozione concettuale di informazione privilegiata parzialmente diversa da quella utilizzabile nell'ambito della disciplina dell'*Insider Trading*.

## CAPITOLO IV

### ALCUNI ESEMPI DI *INSIDER TRADING*:

#### L'ACCERTAMENTO DELLA CONSOB LE CONDANNE DEI TRIBUNALI

##### 4.1 INTRODUZIONE

Ritengo opportuno a questo punto del lavoro analizzare come nella concretezza il diritto ha regolato il fenomeno dell'*Insider Trading*.

L'evidenza di maggior rilievo è certamente quella numerica: poche, troppo poche, le pronunce dei tribunali in materia. La ragione di questo fatto si basa semplicemente sulla constatazione della forte disparità tra le sentenze emesse e le condotte quanto meno sospette, ed è poi confermata dall'esiguità del contenzioso che si è creato in capo a chi ha commesso atti di *Insider Trading*.

Le scarse risorse, fino a poco tempo fa, a disposizione dell'Autorità di vigilanza rappresentano probabilmente la principale causa dello scarso numero di sentenze in materia.

Di seguito vengono esaminate le principali sentenze in tema di *Insider Trading* emesse negli ultimi anni.

##### 4.2 IL CASO BUSIELLO

All'inizio del 1991 cominciò a prendere corpo un'ipotesi di intensa sinergia tra Fideuram S.p.A. e Banca Manusardi S.p.A., società entrambe controllate dall'Istituto Mobiliare Italiano, in particolare all'epoca Fideuram S.p.A. iniziava anche ad operare come vera e propria società d'investimento mobiliare.

I vertici dell'Istituto Mobiliare Italiano e delle menzionate società in un primo momento decisero di dare vita al progetto di una nuova banca telematica, con Fideuram S.p.A. da un lato come soggetto che si occupava della raccolta del risparmio in prodotti finanziari, assicurativi e/o previdenziali attraverso una propria rete distributiva di promotori finanziari e con Banca Manusardi S.p.A. dall'altro come banca che avrebbe offerto i più importanti servizi bancari ai risparmiatori, già clienti di Fideuram S.p.A..

Nell'ottica di realizzare la suddetta sinergia nel febbraio del 1991 nacque la Nuova Banca di viale Parioli a Roma.

In data 8 maggio 1991<sup>68</sup>, poi, i vertici dell'Istituto Mobiliare Italiano, di Fideuram S.p.A. e di Banca Manusardi S.p.A. deliberarono, dopo una serie di ulteriori verifiche e proposte, di addivenire in tempi brevi alla fusione per incorporazione di Fideuram S.p.A. in Banca Manusardi S.p.A.

Tale deliberazione - per vari motivi e anche perché occorreva attendere che sulla fusione si pronunciasse in senso favorevole la Banca d'Italia, intendendosi dar vita ad un nuovo istituto bancario, la Banca Fideuram S.p.A. - fu tenuta riservata.

Il 30 maggio successivo il consigliere delegato di Banca Manusardi S.p.A., Mario Prati, trasmise alla Banca d'Italia la scheda informativa sul suddetto progetto di fusione

Con un comunicato stampa datato 5 giugno 1991, ma pervenuto alla Consob il giorno successivo, l'Istituto Mobiliare Italiano comunicò al mercato che il progetto di fusione "era in avanzata fase di studio".

La fusione venne poi deliberata dall'assemblea dei soci della società in data 9 agosto 1991 e l'atto di fusione fu stipulato il 16 dicembre 1991 con effetto dal 1° gennaio 1992.

Un successivo accertamento effettuato dai funzionari della Consob permise di appurare che sulle operazioni concluse sui titoli della Banca Manusardi S.p.A. venne attuata una violazione delle disposizioni contenute nella legge n. 157 del 1991 ad opera del dipendente Luigi Busiello, il quale aveva effettuato operazioni di compravendita sui titoli della Banca Manusardi S.p.A.

L'accertamento si basava su un'accurata analisi relativa all'andamento delle contrattazioni di borsa relative alle azioni della Banca Manusardi S.p.A., con particolare riferimento alle operazioni del mese borsistico dal 17 maggio al 14 giugno 1991..

Il funzionario della Consob incaricato della verifica notò che nel suddetto periodo aumentò notevolmente il volume dei titoli scambiati, i quali passarono dai 218.000 titoli del 17 maggio ai 545.000 del 24 maggio e poi diventarono 1.776.000 il 31 maggio, 1.501.000 il 3 giugno, 1.817.000 il 4 giugno e 1.248.000 il 5 giugno.

---

<sup>68</sup> Cfr. Sentenza del Tribunale di Roma del 23 maggio 1996.

In crescita furono anche le quotazioni del titolo che era a lire 1.219 il 17 maggio, a lire 1.289 il 24 maggio, a lire 1.420 il 31 maggio, a lire 1.480 il 3 giugno, a lire 1.520 il 4 giugno ed a lire 1.530 il 5 giugno.

Dal 6 giugno in poi, però, le quotazioni del titolo diminuirono, il 6 giugno infatti la quotazione scese a lire 1.520 e la discesa fu veloce fino a lire 1.460 del 14 giugno. Anche la quantità dei titoli trattati in borsa si ridusse passando da 1.814.000 titoli del 6 giugno ai 311.000 dell'11 giugno.

Quanto alle variazioni di prezzo del titolo, l'analisi condotta dimostrò, fra l'altro, che il prezzo salì, il 4 giugno del 2,70% rispetto al giorno precedente, e dello 0,66% il 5 giugno rispetto al giorno precedente, per poi il giorno successivo diminuire dello 0,65% e del 6,18% il 7 giugno.

Era, dunque, evidente che qualcosa di strano c'era. La solerzia del funzionario della Consob portò quest'ultimo a verificare i nominativi degli investitori che, tramite operatori di borsa, nel mese borsistico in questione, avevano trattato il titolo.

Fu accertato che tra i maggiori investitori individuali (esclusi quelli istituzionali) vi era Luigi Busiello, promotore finanziario di Fideuram con ufficio in Roma.

Quest'ultimo nel mese borsistico considerato trattò, tramite l'agente di cambio Guido Coen di Roma, l'acquisto a termine di 240.000 azioni della Banca Manusardi S.p.A. e l'acquisto a premio di altre 60.000 azioni, realizzando un utile, al lordo delle imposte, di circa lire 24.730.000.

Altrettanto particolarmente rilevante risultò l'acquisto da parte del Busiello – quale investitore individuale – in data 3 giugno 1991 di 140.000 titoli su un totale di 1.516.000 titoli trattati in quel solo giorno sul mercato.

Un ulteriore segnale di anomalia fu confermato dal fatto che sempre per il tramite dell'agente di borsa Guido Coen nello stesso mese acquistarono azioni della Banca Manusardi S.p.A. per complessivi 60.000 titoli per ciascuno Franco Della Rocca e Mario Carrarese, che risultarono essere amici personali del Busiello.

L'agente di cambio Guido Coen, interrogato sull'argomento, sostanzialmente confermò la natura e la quantità delle suddette transazioni mobiliari.

I manager della società Fideuram S.p.A. confermarono la riservatezza della notizia circa la fusione societaria; ma in ambienti interni alla società erano comunque

trapelate alcune informazioni circa una sinergia sempre più forte tra Fideuram S.p.A. e Banca Manusardi S.p.A. fino alla possibile effettiva fusione, come poi avvenne.

Il tribunale attribuì al Busiello, il quale fu formalmente imputato, gravi indizi di responsabilità,. In particolare gli fu attribuita una condotta affine a quella che all'epoca dei fatti era sanzionata dall'articolo 2, commi 1, 2 3 4 della legge n. 157 del 17 maggio 1991.

Tale legge (poi sostituita con il successivo D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998) disponeva infatti nel citato articolo 2 *“il divieto di acquistare o vendere ... qualora si possiedano notizie riservate”*; inoltre, veniva dato rilievo a determinate categorie di soggetti che si trovano in posizione privilegiata rispetto all'informazione, in virtù della loro posizione o funzione.

Per tali soggetti (tra i quali veniva compreso evidentemente il Busiello) fu posto il medesimo divieto di utilizzazione, ma, in caso di violazione dei precedenti normativi, la sanzione sarebbe stata raddoppiata.

Infine, piombava come un macigno sul capo di imputazione di Busiello il fatto che la legge estendeva espressamente i divieti *“di cui ai commi precedenti anche a coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro professione o ufficio”*.

Busiello, dunque, era veramente venuto a conoscenza per vie traverse della decisione assunta in data 8 maggio 1991 dai vertici dell'Istituto Mobiliare Italiano, di Fideuram S.p.A. e di Banca Manusardi S.p.A. di concludere in tempi brevi la suddetta fusione; consapevole che da un momento all'altro la notizia sarebbe divenuta di dominio pubblico, lui ed i suoi amici negoziarono più titoli, traendo il massimo vantaggio che si sarebbe poi verificata sul mercato azionario e borsistico per la pubblicazione della fusione.

La condanna del Busiello, emessa dalla Sezione IV del Tribunale Penale di Roma, si fondava, quindi, sull'assunto della legge n. 157 del 17 maggio 1991, per la prima volta in Italia, infatti, un soggetto fu condannato per *Insider Trading*.

#### 4.3 CASI DI *INSIDER TRADING* NEGLI ANNI '90

Negli anni successivi, come si evince dai contenuti delle Relazioni annuali che la Consob redige, si sono avute più segnalazioni per attività di *Insider Trading* e/o di agiotaggio su titoli mobiliari.

La casistica censita è alquanto vasta<sup>69</sup> e ritengo utile esporre alcuni casi per una migliore comprensione delle dimensioni del fenomeno.

Nel 1998, ad esempio, un caso<sup>70</sup> di *Insider Trading* ha riguardato una società che, dopo aver incrementato la propria partecipazione in una controllata quotata sul mercato ristretto, annunciò il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto, proseguendo negli acquisti fino ad arrivare a possedere quasi il 98% del capitale sociale della controllata.

Il prezzo dell'offerta pubblica d'acquisto fu stabilito successivamente dalla Consob a un livello quasi doppio rispetto alla quotazione del titolo.

Gli accertamenti misero in evidenza che il maggiore acquirente nel periodo fu proprio un dirigente della società controllante, che aveva fornito alla Consob i dati necessari per il calcolo del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto.

Questi, rastrellando quotidianamente un numero rilevante di titoli sul mercato, acquisì i 2/3 dei titoli scambiati sul mercato, realizzando una plusvalenza di quasi 400 milioni di lire.

Nel 2000 sono stati evidenziati<sup>71</sup> due casi di *Insider Trading*: il primo caso di abuso di informazioni privilegiate riguardava un'offerta pubblica di acquisto totalitaria lanciata da parte di una società non quotata sul capitale di una società quotata.

Il prezzo offerto era maggiore del 60% del prezzo di mercato del giorno precedente alla diffusione della notizia.

Gli *Insiders* attivi in questa speculazione lucrarono su questa differenza approfittando dell'offerta pubblica di acquisto

---

<sup>69</sup> Per la redazione di questo paragrafo sono state analizzate le Relazioni annuali della Consob del periodo dal 1998 al 2005.

<sup>70</sup> Relazione annuale Consob 1998, pagg. 78 e ss.

<sup>71</sup> Relazione annuale Consob 2001, pagg. 121 e ss.

Il secondo caso si presentò invece come *front running*<sup>72</sup>: fu accertata l'immissione sul mercato da parte di un intermediario di un rilevante ordine in acquisto; tale operazione fece lievitare il prezzo del titolo del 4,4%.

Un operatore, un'ora prima dell'esecuzione dell'ordine, acquistò considerevoli quantità di titoli di a prezzi più bassi, vendendoli immediatamente trovando come controparte proprio l'acquisto di grande entità che sapeva sarebbe stato immesso.

Ovviamente la plusvalenza fu ricca, ma un'operazione di questa portata poteva realizzarsi solo conoscendo in anticipo le informazioni.

Nel 2001<sup>73</sup> fu individuato un altro caso di *front running* riguardante il comportamento di un trader che, curando l'esecuzione di un acquisto di azioni da parte di un emittente quotato, effettuava operazioni sul medesimo titolo su conti personali anticipando le conseguenze del prezzo sul mercato.

#### **4.4LA CONDANNA DI ETTORE LONATI ED EMILIO GNUTTI**

Uno dei casi più eclatanti degli ultimi anni, e che merita un approfondimento specifico, è quello riguardante la condanna<sup>74</sup> subita da Ettore Lonati ed Emilio Gnutti da parte del Tribunale di Brescia il 25 giugno 2002 per il reato di *Insider Trading*.

Il caso ebbe una certa rilevanza anche perché uno dei condannati, Emilio Gnutti, è stato considerato per alcuni anni un finanziere di dimensioni consistenti, protagonista di più operazioni di acquisto del controllo di società quotate e che tutt'ora è inquisito per la vicenda relativa alla società Unipol S.p.A.

Lonati e Gnutti sono stati condannati rispettivamente alla pena di sei e di otto mesi di reclusione ed al pagamento di una multa di Euro 100.000,00 , subendo pure

---

<sup>72</sup> Con il termine *front running* (letteralmente correre davanti) si intende quella pratica per la quale un intermediario finanziario, ricevuto da un cliente l'ordine di eseguire un'operazione price sensitive su uno strumento finanziario, compia per proprio conto, poco prima di adempiere a tale ordine, un'altra operazione, in modo da beneficiare poi degli effetti derivanti dall'operazione del cliente sulla quotazione del titolo. La Consob ha deciso di contrastare tale pratica segnalando alla magistratura gli operatori che se ne siano avvalsi.

<sup>73</sup> Relazione annuale Consob 2001, pagg. 121 e ss.

<sup>74</sup> Sulla vicenda riguardante la condanna Gnutti Lonati, cfr. *Il caso* – foglio di giurisprudenza mantovana – Centro Studi Giuridici Mantova, 2002; Atti del procedimento; Tribunale di Brescia, Sezione II – Dr. Di Martino – sentenza del 16 settembre 2002.

la pena accessoria dell'interdizione per un anno dai pubblici uffici, nonché dell'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.

Le motivazioni della condanna sono dovute all'accertamento di una trasmissione tra i due di informazioni privilegiate (ovvero aventi contenuto determinato, non ancora in possesso del pubblico, concernenti strumenti finanziari che, se rese pubbliche, avrebbero potuto influenzare sensibilmente il controvalore dei relativi titoli).

Tali informazioni riguardavano i piani strategici di riposizionamento produttivo della società "Cantieri Metallurgici S.p.A." e il progetto di costituzione, tramite scissione della stessa "Cantieri Metallurgici S.p.A." della nuova società "Investimenti Immobiliari S.p.A" e della sua successiva cessione a "H.O.P.A. S.p.A." – il cui presidente era, ai tempi dell'accaduto, Emilio Gnutti.

Lonati acquistò in breve tempo una consistente quota di azioni di "Cantieri Metallurgici S.p.A.", e la relazione Consob trasmessa al pubblico ministero in data 13 settembre 1999 evidenziava che l'operatività di acquisto dei titoli compiuta da Lonati nel periodo antecedente alla diffusione al pubblico delle informazioni aventi carattere privilegiato, presentava *"caratteri di anomalia in considerazione sia dei quantitativi acquistati che della tempestività dell'operazione"* in rapporto sia all'illiquidità del titolo "Cantieri Metallurgici S.p.A." sia al fatto che Lonati possedeva abitualmente un portafoglio prevalentemente obbligazionario e con titoli di Stato, in cui una rilevante presenza di titoli azionari rappresentava quantomeno un fatto strano.

Inoltre la Consob rilevò un'ulteriore anomalia: nel periodo in cui Lonati era in possesso delle informazioni privilegiate il titolo "Cantieri Metallurgici S.p.A." aveva guadagnato nella quotazione borsistica il 22,80% a fronte di un incremento dell'indice Mibtel solo del 10,31%; tutto questo accompagnato da uno strano inquietante aumento dei volumi trattati giornalmente sull'azione: fino a 58.000 azioni rispetto alla media di 11.500 del trimestre precedente.

Ecco come il Tribunale di Brescia ha ricostruito lo svolgimento dei fatti.

Nei primi giorni del mese di marzo del 1999 (per l'esattezza il 7), il settimanale finanziario Milano Finanza pubblicava dei *rumors* in ordine alla possibile trasformazione della "Cantieri Metallurgici S.p.A." in società operante nel settore dell'ecologia e più esattamente della produzione di energia da smaltimento dei rifiuti: prima di tale data nessuna informazione risultava diffusa a proposito della suddetta

operazione, sicché il descritto incremento delle quotazioni del titolo “Cantieri Metallurgici S.p.A.” non risultava giustificato dalle notizie in possesso del pubblico.

Il prezzo del titolo “Cantieri Metallurgici S.p.A.” saliva già da tempo, e l’incremento del valore del titolo proseguì poi nei mesi successivi, a volte con andamenti febbrili.

La Consob si insospettì, e nel settembre del 1999, terminati alcuni accertamenti, trasmetteva al pubblico ministero un’articolata informativa di reato (ai sensi dell’articolo 186 del D. L.vo 58/98), corredata da una specifica relazione a firma del responsabile Ufficio *Insider Trading* e del dirigente della Divisione Mercati.

Accertata la cospicua quantità di azioni “Cantieri Metallurgici S.p.A.” in carico a Lonati e a due suoi fratelli, la relazione Consob evidenziò che l’operazione compiuta da Lonati presentava evidenti stranezze.

Nell’ottobre del 1999 il pubblico ministero dava corso alle indagini preliminari delegando una serie di accertamenti (consistenti in acquisizioni presso le diverse società, dei carteggi relativi all’operazione sospetta) alla Guardia di Finanza di Milano; successivamente richiese al giudice delle indagini preliminari un decreto di sequestro preventivo delle azioni “Cantieri Metallurgici S.p.A.” di proprietà di Lonati.

Il pubblico ministero, esaurite indagini, con decreto del febbraio 2001 disponeva il rinvio a giudizio di Emilio Gnutti, Ettore Lonati, Fausto Lonati e Tiberio Lonati, tutti imputati a vario titolo del reato di cui all’articolo 180 del D. L.vo 58/98.

Nelle motivazioni della sentenza del Tribunale di Brescia si trovano tutti gli elementi fondamentali sulla normativa che sanziona l’*Insider Trading*.

Si ricorda, infatti, come lo sfruttamento di informazioni riservate da parte di chi ne è entrato in possesso esclusivamente in virtù di una posizione di privilegio genera “una tale superiorità informativa ottenuta senza sostenere i costi di legittima attività di analisi e di ricerca”, inoltre “determina una disparità non colmabile dagli altri investitori e rappresenta un fattore disincentivante che allontana i risparmiatori, orientandoli verso altre forme di investimento e determinando in tal guisa effetti negativi sulla liquidità e sull’efficacia allocativa del mercato finanziario”.

E’ bene notare che l’articolo 180 del TUF, vietando (al primo comma) al possessore di informazioni privilegiate “in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio” il compimento

di determinate operazioni, nonché l'ingiustificata comunicazione o la somministrazione di consigli ad altri per il compimento delle operazioni medesime, ma anche (al secondo comma) “*prevedendo il divieto – in capo a chiunque – di avvalersi di informazioni privilegiate ottenute dai c.d. Insiders primari*”, non richiede un dolo specifico di sfruttamento speculativo dell'informazione, né che dalla transazione l'agente abbia ricavato un profitto, atteso il mantenimento della configurazione del delitto quale reato di pericolo.

L'elemento soggettivo è rappresentato dal dolo generico, consistente nella coscienza e volontà di utilizzare (tale è il significato del termine “avvalersi”) informazioni privilegiate nel compimento di qualunque transazione (“acquistare o vendere, ovvero compiere altre operazioni”) su strumenti finanziari: viene dunque richiesto un collegamento motivazionale tra la conoscenza dell'informazione e la decisione di effettuare l'operazione.

Il requisito dell'idoneità dell'informazione privilegiata, se resa pubblica, a influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli cui si riferisce (comma 3° dell'articolo 180 del TUF) è nella norma in esame – secondo lo schema tipico dei reati di pericolo – un'idoneità concreta da valutarsi *ex ante*, prescindendo da tutte le circostanze conosciute *a posteriori* e tenendo conto, invece, solo di quelle conoscibili nel momento in cui l'operazione viene posta in essere.

Il vantaggio dell'*Insider* è dunque (pur nella nuova formulazione della fattispecie) misurato in termini di parzialità: ciò fa sì che non sia esclusa la sua responsabilità per il solo fatto che l'influenza “sensibile” sul mercato non si sia verificata una volta resa pubblica l'informazione originariamente riservata (o privilegiata nel senso indicato), ovvero si sia verificata in senso opposto a quello ipotizzabile.

Il Giudice ritenne che le risultanze disponibili – singolarmente ed unitariamente valutate – lasciassero emergere una pluralità di indizi “gravi, precisi e concordanti”, da indurre l'affermazione della responsabilità penale degli imputati.

Ad una tesi difensiva che voleva la presenza di titoli azionari “Cantieri Metallurgici S.p.A.” in quantità nei portafogli degli imputati in quanto frutto di una logica di diversificazione degli investimenti, si contrappose il fatto che prima della vicenda contestata, gli stessi imputati operavano investimenti piuttosto prudenti, composti prevalentemente da titoli obbligazionari.

Il Giudice rilevò poi “Nell’unico precedente giurisprudenziale in materia di Insider Trading l’informazione relativa all’avanzata fase di un progetto di fusione per incorporazione è stata ritenuta oggetto dei divieti di cui all’articolo 2 della legge 157 del 1991”. Si tratta, evidentemente, di un chiaro riferimento al già citato caso Busiello che ormai rientra nella giurisprudenza di settore.

A Gnutti fu contestato il fatto di essere “l’unico soggetto in grado ed avente interesse a disvelare ad Ettore Lonati le notizie privilegiate e riservate sin qui accertate”, poiché era “in rilevantissimi rapporti di affari e societari con il predetto e titolare della notizia”.

Proseguiva la sentenza: “va premesso che l’espressione adoperata dal legislatore(... è informazione privilegiata quella che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzare sensibilmente il prezzo...) rivela l’intenzione di prevedere una fattispecie di pericolo nella quale il giudizio di pericolosità deve essere effettuato ex ante ed il verificarsi della sensibile oscillazione nelle quotazioni, dunque del danno per il mercato (ovvero del vantaggio per l’agente), non è richiesta ai fini dell’integrazione del reato, come del resto palesa il bene protetto dalla fattispecie in parola (la tutela della trasparenza e del corretto funzionamento dei mercati finanziari), nonché il disposto di cui al quarto comma dell’articolo 180 D. L.vo 58/98 (che prevede la possibilità di aumento della multa fino al triplo in presenza – tra le altre circostanze – dell’entità del profitto che è derivato)”.

La motivazione della sentenza puntualizza, a mio avviso assai chiaramente, un ulteriore aspetto della già nota differenza tra Insider Trading a aggio e aggio: “conforta l’interpretazione qui offerta la diversa impostazione che connota le fattispecie di cui all’articolo 501 cod. pen. (aggio comune), all’articolo 138 del D. L.vo 385/93 (aggio bancario) ed all’articolo 181 del D. L.vo 58/98 (aggio su strumenti finanziari), laddove a proposito dell’idoneità perturbatrice figura l’inciso atti a cagionare, evocante (similmente alla figura del tentativo) l’esigenza di accertamento di una reale adeguatezza causale della condotta. Ancora può citarsi la formula concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo che compare nella novellata fattispecie di aggio societario (articolo 2637 cod. civ. come introdotto dalla legge 61/2002), la quale lascia intendere, a differenza della fattispecie in esame, una offensività effettiva, quale normale conseguenza del comportamento vietato”.

L’aggio è insomma sanzionato quando concretamente si verifica un’alterazione del prezzo di un titolo; nell’Insider Trading, secondo lo schema tipico dei reati di pericolo, è sufficiente un’idoneità seria, ma potenziale, da valutarsi ex ante.

In definitiva, facendo leva sul fatto che l’idoneità ad influenzare richiesta dalla norma non è sinonimo di sicura influenza, “una volta ravvisato il possesso di

*un'informazione privilegiata, dal punto di vista del tipo, non sarà necessario verificare che l'influenza dell'informazione stessa sull'andamento del titolo vi fu effettivamente e fu in un senso piuttosto che in un altro*'.

Nella definizione della sanzione, il Giudice dispone che *“la pena dovrà discostarsi dal minimo edittale, sì da essere adeguata agli atti criminosi posti in essere, di non modesta offensività anche alla stregua delle qualità soggettive dei due imputati. In particolare, facendo applicazione del criterio ex art. 133 cod. pen. La pena pecuniaria dovrà attestarsi su livelli apprezzabili tenuto conto della gravità dei fatti e delle indubbe capacità economiche dei due imputati. La pena detentiva più elevata va inflitta a Gnutti Emilio, disvelante la notizia riservata e privilegiata derivante gli dalla posizione occupata”*.

#### **4.5 L'ATTIVITA' DELLA CONSOB DI ACCERTAMENTO E DI SANZIONE DELL'INSIDER TRADING**

La verifica di un'attività di *Insider Trading* è, come noto, affidata alla Consob, che ha ricevuto grazie alla Legge comunitaria del 2004 un'estensione dei propri poteri, compresa la possibilità di applicare sanzioni dirette, nonché la possibilità di costituirsi parte civile al fine di meglio tutelate gli interessi lesi.

Per meglio comprendere la portata della suddetta attività, che si svolge contemporaneamente su più fronti, si fa riferimento alla relazione della Consob per l'anno 2005 tenuta dal Direttore Generale della Consob Massimo Tezzon durante l'incontro con la comunità finanziaria del 31 marzo 2006 nella parte riguardante l'attività di vigilanza della Consob.

In essa si legge che nel corso dell'anno 2005 la Consob ha concluso otto accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati.

L'ipotesi di illecito è stata formulata in quattro casi che sono stati oggetto di altrettante relazioni all'Autorità Giudiziaria. In due casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate (rispettivamente, per *Insider Trading* e per *front running*); in due casi è stata configurata la manipolazione del mercato (rispettivamente, manipolazione informativa e manipolazione operativa).

Nei rimanenti quattro accertamenti (due relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e due a ipotesi di manipolazione del mercato) non è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito.

La relazione puntualizza come nella comunicazione all'Autorità Giudiziaria in cui è stato ipotizzato il reato di *Insider Trading*, l'informazione privilegiata oggetto di abuso era costituita dalla prossima pubblica evidenza dello stato di dissesto in cui versava da tempo una società quotata.

Nei casi in cui è stata ipotizzata la condotta di *front running* le indagini hanno riguardato il comportamento di due negozianti dipendenti di un intermediario finanziario membro del mercato regolamentato.

Le due ipotesi di manipolazione del mercato prospettate all'Autorità Giudiziaria hanno riguardato un caso di manipolazione informativa, con riferimento a comunicati diffusi da una società quotata, e un caso di manipolazione operativa, riguardante negoziazioni di un primario intermediario su più mercati obbligazionari europei. Dato il carattere transfrontaliero di quest'ultimo caso, è stato chiesto a diverse autorità europee di cooperare nello svolgimento delle indagini.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate sono stati tre, mentre altri otto sono stati indagati per manipolazione del mercato.

L'implementazione di adeguati sistemi informatici rende naturalmente meno complessa l'attività di vigilanza della Consob.

Infatti la Consob si avvale da alcuni anni di un sistema informatizzato e automatizzato di individuazione di anomalie nell'attività di negoziazione, che consente un'azione più efficace nell'individuazione dei possibili casi di abuso di mercato<sup>75</sup>.

La Consob ha peraltro consapevolezza del nuovo potere attribuitogli<sup>76</sup>: “*ai sensi del previgente art. 187 del TUF, nei procedimenti penali per ipotesi di Insider Trading e*

---

<sup>75</sup> Da qualche anno è stata sviluppata, infatti, la tecnica dell'*Event Studies Analysis* che è in grado di individuare la variazione del prezzo di un titolo dovuta ad un'anomalia, quale potrebbe essere una specifica informazione privilegiata. Il metodo dell'*Event Studies Analysis* ha prodotto significativi miglioramenti nella stima del profitto conseguito dai presunti *insiders*. Tuttavia, lo strumento è inapplicabile in diverse circostanze: per i titoli di società ammesse di recente alle negoziazioni, in quanto il periodo su cui occorre effettuare le osservazioni è più lungo del periodo di quotazione (si richiede infatti una serie storica che può raggiungere le 600 rilevazioni, equivalente a un orizzonte temporale di 2, 3 anni); per i titoli di società che nello stesso periodo hanno cambiato settori di attività, in quanto il modello richiede l'omogeneità delle rilevazioni; per i titoli poco liquidi e per i titoli che rivestono un peso importante nell'indice di riferimento borsistico, in quanto le analisi matematico-statistiche non sempre offrono risultati significativi. Sull'argomento cfr. Relazione annuale Consob del 1999 pagg. 103 e ss.

<sup>76</sup> Relazione Consob 2006.

*aggiotaggio la Consob esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187undecies (introdotto dalla legge n. 63 del 18 aprile 2005, che ha recepito in Italia la direttiva comunitaria CE 6/2003), nel confermare (comma 1) la suddetta facoltà, ha altresì previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. La disposizione di cui al citato comma 1 ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c. p. e 74 c. p. p.. Di carattere innovativo è per contro la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno, che devono tenere comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”.*

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto, peraltro, un espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza. Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che<sup>77</sup>“La norma di cui all’art. 2637 c. c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell’andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico dei risparmiatori nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile, ove siano posti in essere comportamenti volti mediante le modalità di cui all’art. 2637 c. c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla Commissione”<sup>78</sup>.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell’interesse all’efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile in otto nuovi procedimenti penali per *Insider Trading* e aggiotaggio, mentre in un caso la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato.

Nella maggior parte dei suddetti procedimenti la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all’esito dell’attività di vigilanza svolta.

Nel 2005 si è svolta presso il Tribunale di Brescia, l’udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di numerosi soggetti, esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell’intermediario Bipop Carire S.p.A., imputati, tra l’altro, del

---

<sup>77</sup> Cfr. Ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell’ambito del processo Parmalat.

<sup>78</sup> Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

reato di agiotaggio e di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia.

Al termine dell'udienza preliminare<sup>79</sup> il giudice per l'udienza preliminare ha disposto il rinvio a giudizio di alcuni dei predetti imputati per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza di cui all'articolo 2638 cod. civ..

All'udienza di apertura della fase dibattimentale<sup>80</sup> il Tribunale ha rilevato la propria incompetenza territoriale e ha disposto con sentenza la trasmissione degli atti relativi al medesimo procedimento alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

Sempre nel 2005 la Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato<sup>81</sup>.

Altro procedimento nel quale la Consob si è costituita parte civile, pendente innanzi al Tribunale di Milano, si è concluso con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex articolo 444 cod. proc. pen.<sup>82</sup>, e condanna dell'imputato alle spese di giudizio a favore della Consob, quale parte civile.

In un altro caso, ove ad alcuni imputati era stato contestato il reato di cui al previgente articolo 180, comma 2, del TUF, il Tribunale di Milano<sup>83</sup> ha disposto non doversi procedere nei loro confronti perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato, e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob, per quanto di competenza, in ossequio all'articolo 187*bis* del TUF come modificato dalla legge n. 62 del 2005, al fine di procedere all'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie<sup>84</sup>.

---

<sup>79</sup> Con decreto emesso in data 31 maggio 2005.

<sup>80</sup> Tenutasi il 29 novembre 2005.

<sup>81</sup> Attualmente, quest'ultimo è confluito nel processo Parmalat, in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile, in fase dibattimentale.

<sup>82</sup> Il patteggiamento è stato definito al termine dell'udienza del 29 giugno 2005.

<sup>83</sup> Con sentenza del 19 ottobre 2005, passata in giudicato.

<sup>84</sup> Ad analoghe determinazioni è pervenuta la Corte di Appello di Brescia che, con sentenza n. 1404/05, ha assolto uno degli imputati (al quale era stato contestato il previgente articolo 180, comma 2, del TUF) perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato e ha disposto la trasmissione degli atti e dei titoli in sequestro alla Consob. E' stata, per contro, confermata la condanna dell'altro imputato per il reato di cui al previgente articolo 180, comma 1, del TUF (ora articolo 184, comma 1). E' stato, infatti, ritenuto che il ruolo di *“rappresentante di una società acquirente rientrasse perfettamente nell'ulteriore previsione, contenuta nella*

Di particolare rilievo, per concludere, è la sentenza<sup>85</sup> con cui la Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso avverso la sentenza della Corte di Appello di Milano depositata in data 31 marzo 2004, che a sua volta aveva confermato la condanna in primo grado dell'imputato per aggioaggio.

Con riferimento al principio di tassatività, la Suprema Corte ha sancito la sufficiente determinatezza delle condotte criminose di aggioaggio operativo.

Ritenuta dimostrata, da parte dei giudici di merito, la piena consapevolezza dell'imputato di provocare l'alterazione del mercato, la Corte ha, inoltre, giudicato "irrilevante" l'eventuale sussistenza di ulteriori moventi, enunciando un chiaro pronunciamento che offrirà, di certo, un autorevole precedente per i prossimi giudizi in tema di *market abuse*.

---

*vecchia e nella nuova disposizione, dell'esercente una funzione privata*" e che, pertanto, "l'analisi della nuova disposizione si risolve nel senso della continuità normativa".

<sup>85</sup> Sentenza della Corte di Cassazione n. 2279/05.

## CONCLUSIONI

Il ruolo e l'importanza rivestita dal mercato mobiliare, nell'attuale sistema economico, rendono imprescindibile la predisposizione di una serie di misure dirette a garantire il rispetto delle regole: fra queste deve figurare il divieto di *Insider Trading*.

E' opinione generalmente condivisa che l'*Insider Trading* debba essere sanzionato in quanto compromette l'efficienza del mercato, generando sfiducia e diffidenza negli operatori.

In questo lavoro sono state esposte argomentazioni sia favorevoli sia contrarie all'*Insider Trading*: quelle in favore dello sfruttamento in Borsa delle informazioni privilegiate sostengono essenzialmente che l'*Insider Trading* avrebbe una sua utilità in quanto contribuirebbe ad aumentare l'efficienza del mercato.

Al contrario le recenti opinioni della dottrina sono concordi nell'affermare l'esigenza di una condanna di tale fenomeno.

Tali considerazioni si fondano su una serie di problematiche: la presenza di meccanismi disincentivanti, per i risparmiatori alla ricerca di investimenti non rischiosi, rappresenta un pericolo per la liquidità del mercato.

Una buona ragione per confutare i sostenitori della liberalizzazione dell'*Insider Trading* è che tale attività non sempre trasmette nuove informazioni e contribuisce alla funzionalità del mercato, quindi, anche ammettendo che l'*Insider Trading* costituisca un veicolo d'accelerazione dell'informazione, non si può sostenerne l'utilità.

A tal proposito, ho esposto le critiche mosse alla teoria della vantaggiosità dell'*Insider Trading* e le ragioni in favore dell'incriminazione di chi ne ottiene guadagno.

Poiché il legislatore si propone di dare agli investitori pari opportunità d'investimento allo scopo di rilanciarne la fiducia, è costretto di conseguenza, a punire lo sfruttamento delle informazioni privilegiate.

A sostegno di queste tesi si è rilevato che spesso, nella realtà, l'*Insider Trading* non è in grado di influenzare il movimento dei titoli e di stabilizzarne i prezzi, anzi, in numerosi casi esso non produce altro effetto se non il profitto di chi ne è l'autore.

Gli artefici della moderna dottrina italiana di riferimento<sup>86</sup> sono favorevoli all'incriminazione dello sfruttamento borsistico di conoscenze riservate per ragioni di tipo funzionale ed etico: il conseguimento dell'efficienza del mercato e il rafforzamento della fiducia degli investitori.

Se si giunge alla conclusione che il principio della parità di accesso al mercato è pressoché irrealizzabile, si può convenire con la dottrina statunitense che propone il principio della *disclose or abstain rule*<sup>87</sup>, in base al quale i soggetti che possiedono informazioni privilegiate hanno il dovere di astenersi da ogni utilizzazione in borsa delle medesime.

Si è analizzato come in Italia, seguendo l'esempio di altri Stati, si è sentita l'esigenza di regolare il settore dei mercati mobiliari e di formulare una disciplina che ha trovato inizialmente espressione nella legge n. 157 del 17 maggio 1991, quindi nel D.L.vo n. 58 del 24 febbraio del 1998.

In quest'ultimo apparivano miglioramenti evidenti rispetto alla normativa precedente, ma la legislazione alla prova dei fatti si è dimostrata inefficace, richiedendo quindi un intervento correttivo.

Gli aggiornamenti sono stati apportati grazie alla Legge comunitaria n. 62 del 18 aprile del 2005 che ha comportato la revisione del D. L.vo n. 58 del 24 febbraio del 1998.

Certamente ora risulta fondamentale il ruolo della Consob.

E' a questa istituzione che viene affidato un ruolo estremamente significativo, non solo nella vigilanza, ma anche nell'accertamento dell'illecito, come risulta dalla normativa introdotta con la legge n. 62 del 18 aprile del 2005.

L'Autorità di governo della Consob ha ben chiara l'importanza della sua funzione<sup>88</sup> *“Il 12 maggio 2005 è entrata in vigore la normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (Legge 62/2005). Con essa è stata notevolmente potenziata la collaborazione reciproca tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria. Tale collaborazione, subito divenuta operativa, si è rivelata tanto impegnativa quanto proficua. Il 22 luglio 2005, infatti, la Commissione ha potuto accertare l'esistenza di un patto occulto tra Magiste International e Banca Popolare Italiana, nonché acquisti di titoli Antonveneta effettuati dalla stessa banca per interposta persona. Le conseguenze*

---

<sup>86</sup> I maggiori esperti sono: SEMINARA, BARTALENA, CARBONE, CARRIERO e DE SANCTIS.

<sup>87</sup> Cfr. Le motivazioni della sentenza nel citato (capitolo secondo) caso Chiarella.

<sup>88</sup> L. CARDIA, *Relazione annuale 2005*, Milano 3 luglio 2006.

*sono state: ritocco verso l'alto del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto; sospensione e successiva dichiarazione di decadenza sia dell'offerta volontaria originariamente lanciata da Banca Popolare Italiana sia di quella obbligatoria. La banca olandese Abn Amro, dopo una prima offerta pubblica di acquisto volontaria andata deserta, ha lanciato una seconda offerta a un prezzo più vantaggioso per gli azionisti, con la quale alla fine ha acquistato il controllo di Antoveneta”.*

Il rispetto delle regole è stato per la Consob il principio di riferimento anche nella scalata alla Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.: è noto come l'offerta di acquisto lanciata dal Banco de Bilbao non abbia avuto successo. La Unipol, infatti, aveva nel frattempo acquisito, insieme ad altri soggetti, una partecipazione idonea a far sorgere l'obbligo che venisse lanciata un'offerta pubblica di acquisto

Le indagini della Consob, condotte anche in collaborazione con Autorità estere, hanno poi portato a qualificare come patto non dichiarato accordi sottoscritti fra la compagnia assicurativa e la Deutsche Bank.

Anche in questo caso l'effetto è stato un rialzo del prezzo dell'offerta, che seppur lieve, era d'obbligo rilevare.

L'operazione poi non è stata più conclusa a causa dell'autorizzazione non concessa da parte della Banca d'Italia.

E' quindi subentrata la banca francese BNP Paribas che, dopo aver rilevato le partecipazioni detenute da Unipol e dagli altri soggetti a essa legati, ha lanciato su Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria, andata a buon fine.

Sul piano normativo e regolamentare l'anno 2005 è stato particolarmente intenso<sup>89</sup> *“Con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, la Consob è stata significativamente rafforzata nei poteri e nella possibilità di incrementare le risorse umane. Il Legislatore ha corretto alcuni punti di debolezza, a cominciare dalla irrisorietà delle sanzioni. La Consob ha riorganizzato strutture e procedure per introdurre il principio della separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie in materia di provvedimenti sanzionatori. E' stata firmata una convenzione che disciplina i rapporti di collaborazione con la Guardia di Finanza. E' stato avviato il non facile reclutamento di personale dotato di adeguata qualificazione che porterà l'organico a superare le seicento unità”.*

---

<sup>89</sup> IDEM.

L'attività di indagine e quella sanzionatoria poste in essere dalla Consob nel corso dell'ultimo anno sono state particolarmente incisive e hanno visto un'intensa collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

Tale collaborazione peraltro è stata espressamente rafforzata dal Legislatore.

La nuova disciplina prevede infatti che il pubblico ministero, quando ha notizia di reati di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato, informi senza ritardo il Presidente della Consob; e che questi, al più tardi al termine dell'accertamento di fatti relativi a ipotesi di abuso trasmetta al pubblico ministero una relazione motivata, in presenza di elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato.

In tale ambito la normativa introduce una previsione di reciproca collaborazione tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria, anche mediante scambio di informazioni, allo scopo di agevolare l'accertamento di abusi di mercato, pur quando non costituiscano reato.

Il rafforzamento della collaborazione ha consentito un salto di qualità nel contrasto delle violazioni della normativa di settore.

Il Presidente della Consob sottolinea come *“lo scambio di informazioni tra Consob e Autorità Giudiziaria e la condivisione delle esperienze maturate negli specifici ambiti di competenza sono risultate elementi chiave per lo svolgimento di indagini delicate e complesse, quali quelle che hanno riguardato le vicende emerse nello scorso anno. La complessità e la gravità degli illeciti riscontrati hanno richiesto alla struttura della Consob uno sforzo particolarmente intenso, considerata anche l'esiguità delle risorse disponibili e la dilatazione dei compiti attribuiti all'Istituto. La Consob ha comunque mobilitato e moltiplicato le proprie energie, per agevolare la Magistratura nel suo impegno di garanzia dei valori fondamentali, che l'esperienza ha dimostrato a quale rischio di compromissione potessero giungere”*.

All'Autorità Giudiziaria sono state fornite in effetti notizie e informazioni relativamente a oltre cento casi, alcuni dei quali riguardanti indagini già in corso.

Tra gennaio 2005 e giugno 2006<sup>90</sup> la Consob si è costituita parte civile in quattordici giudizi penali riguardanti ipotesi di *Insider Trading*, aggio e ostacolo alle funzioni di vigilanza.

Contemporaneamente anche la Consob è stata chiamata in giudizio più spesso che in passato, sia per richieste di risarcimento connesse a vicende che hanno

---

<sup>90</sup> *Relazione alla comunità finanziaria*, Luglio 2006.

comportato rilevanti perdite per i risparmiatori, sia per contestazioni di sanzioni amministrative comminate nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Appare chiaramente come, in ogni senso, la Consob sia giunta ad assumere una centralità assoluta.

Appare opportuno che la concreta attuazione della disciplina sugli abusi di mercato si realizzi con determinazione, tenendo adeguatamente conto dell'esigenza di salvaguardare le fisiologiche dinamiche di mercato e di preservare l'effettivo potere deterrente della disciplina.

Occorre pertanto che, attraverso l'azione amministrativa, siano valorizzate le specifiche competenze delle Autorità di vigilanza nella concreta identificazione delle fattispecie di abuso, in una logica di complementarità dell'azione penale e di quella amministrativa.

La situazione attuale, pertanto, appare decisamente diversa rispetto a quella di pochi anni addietro.

La volontà di adeguamento del Legislatore ad una normativa più moderna e l'obbligo di recepimento delle disposizioni comunitarie hanno colmato una lacuna giuridica nei confronti dell'*Insider Trading*.

Che tutto questo si traduca in una definitiva risoluzione della problematica inerente il fenomeno in questione, è tutt'altro che acclarato.

Ad oggi sono ancora troppo pochi gli accertamenti definitivi di responsabilità in questo campo.

Eppure quasi ogni giorno la Borsa è il teatro di operazioni quantomeno sospette, transazioni a volte di decine di milioni di euro sulle quali si può ipotizzare che gravino sospetti di *Insider Trading*.

## BIBLIOGRAFIA

- R. ALESSI, *Market egalitarianism e Insider Trading* in “Rivista delle società”, 25.
- F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abuse directive*, in “Corriere giuridico”, 2005.
- L. ARICI, *Il reato di Insider Trading nella legislazione italiana*, in “Rivista della Guardia di Finanza” (3/2002).
- A. BARTALENA, *Insider Trading*, in *Trattato delle società per azioni* a cura di G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. x, UTET, Torino, 1989.
- A. BARTULLI - M. ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'Insider Trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in “Giur. Comm”., 1992, I.
- M. BELCREDI, *Insider Trading e tutela del mercato*, in “Finanza, Impresa e Mercati”, 1999, 2.
- F. BONELLI, *La crisi del 1907*, Fondazione Luigi Einaudi, Torino, 1971.
- V. BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2004.
- P. CARBONE, *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di valori mobiliari. Profili della disciplina. Spunti critici*, in “Foro italiano”, 1991.
- P. CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading*, CEDAM, Padova, 1993
- F. CARBONETTI, *La nuova disciplina delle sanzioni amministrative pecuniarie nel TUF: prime osservazioni*, in AA.VV., *Convegno Paradigma Market abuse la nuova disciplina*, Milano, 8-9 Giugno 2005.
- F. CARBONETTI P. IELO, in AA.VV., *Convegno Paradigma Market abuse la nuova disciplina*, Milano 8-9 giugno 2005.
- G. CARCANO, *Insider trading e analisti finanziari*, in “Rivista. Societaria”, 1985.

- G. CARCANO, *La direttiva CEE sull'Insider Trading*, in "Rivista Societaria", 1989.
- L. CARDIA, *Relazione annuale 2005*, Milano 3 luglio 2006
- G. CARRIERO, *Il problema dell'Insider Trading*, in "Foro italiano", 1985.
- G. CARRIERO, "L'Insider Trading negli Usa", in *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto Insider Trading*, 1992.
- G. CLERICO, *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Giuffrè, Milano, 2002.
- R. DE GEORGE, *Business Ethics*, Macmillan Publishing Co., New York, 1990.
- A. DE NICOLA, *Trasparenza dei mercati al via la market abuse*, in "Diritto e pratica delle società", n. 10, 2005.
- A. DE SANCTIS, *Insider Trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, Il Sole 24 ore, Pirola, Milano, 1995.
- A. DI AMATO, voce *Insider Trading*, in "Enciclopedia del diritto", Aggiornamento, vol. I, Milano, 1997.
- L. ERMETES, *Abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L' "Insider Trading"*, Giuffrè, Milano, 1992.
- F. FALLICA, *La tutela dell'informazione privilegiata in ambito societario*, in "Diritto dell'Economia", Quaderni, 04.
- C.W. FRENCH, *The Treynor Capital Asset Pricing Model*, in JOIM, vol., 1, n°2, 2003.
- S. GALLI, *Insider Trading, un primo commento*, in "Giur. Comm.", I, 1991.
- S. GALLI, *Novità sull'insider trading: due recenti sentenze americane, un progetto legislativo della SEC, la modifica al codice penale svizzero e la direttiva CEE*, in "Giurisprudenza Commerciale", 1988, I
- S. GROSSMAN, *An Analysis of the Role of Insider Trading on Futures Market*, in "Journal of Business", 1986, 59.

- R. HAFT, *The effect of Insider Trading, Rules on the Internal Efficiency on the Large Corporation*, in “Michigan Law Review”, 1982, 80.
- P. IELO, *Il nuovo impianto sanzionatorio previsto con il recepimento della direttiva 2003/6/CE: sanzioni penali, la responsabilità penale della società, la confisca del prodotto o del profitto, la pubblicità delle sanzioni*, Milano, 2005.
- Il caso* – foglio di giurisprudenza mantovana – Centro Studi Giuridici Mantova, 2002.
- J. LAFFRONT, E. MASKIN, *The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market*, in “Journal of Political Economy”, 1990, 98.
- R. LENER, *La diffusione delle informazioni “price sensitive” fra informazione societaria e informazione riservata*, in “Le Società”, 1999.
- A. N. LICHT, *The Mother of All Path Dependencies: Toward a Cross-Cultural Theory of Corporate Governance Systems*, in “Delaware Journal of Corporate Law”, vol. 26, 2001.
- N. LINCIANO - A. MACCHIATI, *Insider Trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002.
- J. R. MACEY, *Insider Trading, Economics, politics and policy*, The American Enterprise Institute, Washington, D.C., 1991.
- C. MALAVENDA - C. MELZI D'ERIL, *Abusi di mercato e informazione economica. I giornalisti e le nuove regole*, CEDAM, Padova, 2007.
- A. MANELLI, *L'Insider Trading*, in “Europa 984”, 1991.
- H. MANNE, *Insider Trading and the stock market*, Free Press, New York, 1966.
- M. MANOVE, *The Harm from Insider Trading and Informed Speculation*, in “Quarterly Journal of Economics”, 1989, 104.
- A. MONTONESE, *La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate*, in “Diritto commerciale d'oggi”- Studi e commenti, 2005.
- F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di Insider Trading*, in “Banca, borsa,” 1999, I.

- F. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1995.
- C. NAPOLEONI, *Insider Trading e aggio su strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 1998.
- V. NAPOLEONI, *Le novità introdotte dal Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari. In particolare la disciplina penalistica in materia di Insider Trading e di manipolazione del mercato mobiliare*, in *Incontro di studio sul tema: «I bilanci delle imprese»* Frascati, 2 – 4 aprile 1998.
- F. PARMEGGIANI, *Commento alla nuova disciplina del recepimento della normativa comunitaria in materia di market abuse*, in [www.reatisocietari.it](http://www.reatisocietari.it).
- S. H. PENMAN, *A comparison of the information content of Insider Trading and management earnings forecast*, in “*Journal of Financial and Quantitative Analysis*”, vol. 20, March.
- C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario.: L’“Insider Trading”*, Giuffrè, Milano, 1992.
- G. RAGUSA MAGGIORE, *Insider Trading e correttezza nel mercato dei valori mobiliari: in attesa della legge*, in “*Dir. Fall.*”, 1989, I.
- M. RIGOTTI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI - M. SANDULLI - V. SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999.
- R. RORDORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in “*Giurisprudenza Commerciale*”, 2002, I.
- E. RUGGIERO, *Insider Trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in “*Diritto e pratica delle società*” n. 11, 2005.
- S. SEMINARA, *Insider Trading e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1989.
- R. SICILIANO, *L’Insider Trading nell’esperienza dell’ordinamento francese*, in “*Diritto Bancario*”, 1989, II.
- L. SOLIMENA, *La direttiva comunitaria sull’Insider Trading*, in “*Giurisprudenza commerciale*”, 1989.

WELTER, *Ragioni di un intervento della CEE nel campo dell'Insider Trading*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L'“Insider Trading”*, Giuffrè, Milano, 1992.