

GIURISPRUDENZA

CORTE SUPREMA DEGLI
STATI UNITI D'AMERICA
16 NOVEMBRE 1987

PRESIDENTE: REHNQUIST
ESTENSORE: WHITE
RICORRENTI: CARPENTER, WINANS ET
AL.

**Stati Uniti d'America •
Giornalista finanziario •
Operazioni su valori mobiliari in
base a notizie apprese
nell'espletamento delle mansioni
• Titolarità del giornale sulle
informazioni non pubblicate •
Reato • Insussistenza di danno
economico per il giornale •
Irrilevanza.**

Commette reato punito dalla legge degli Stati Uniti d'America il giornalista finanziario che trae profitto da operazioni su valori mobiliari in base a notizie apprese nell'esercizio delle sue mansioni, in quanto il giornale viene privato del suo diritto all'uso esclusivo delle informazioni, essendo questo fatto sufficiente e non rilevando l'eventuale danno economico subito dal giornale stesso.

Il Giudice White ha reso l'opinione della Corte.

I ricorrenti Kenneth Felis e R. Foster Winans sono stati condannati per viola-

zione della sez. 10(b) del Securities Exchange Act del 1934, 48 Stat. 891, 15 USC sez. 78(b)¹, e della Regola 10b-5, 17 CFR sez. 240, 10(b)-5 (1987)². *United States v. Winans*, 612 F. Supp. 827 (SDNY 1985). Sono anche stati ritenuti colpevoli di violazione delle leggi federali sulle frodi tramite poste e telecomunicazioni, 18 USC sez. 1341³ e sez. 1343⁴, e sono stati condannati per concorso nel reato secondo 18 USC sez. 371⁵. Il ricorrente David Carpenter, coinquilino di Winans, è stato condannato per favoreggiamento. Salvo una piccola eccezione, la Corte di Appello per il Secondo

¹ La sez. 10(b) dispone:

« È illecito per qualunque persona, direttamente o indirettamente, attraverso l'impiego di qualsivoglia mezzo o strumento del commercio fra gli stati o delle poste, o di qualsiasi mezzo messo a disposizione da una borsa valori nazionale ...b) usare o impiegare, in connessione con l'acquisto o la vendita di qualsiasi valore mobiliare registrato o non in una borsa valori nazionale, qualunque espediente o congegno manipolativo o ingannevole in contravvenzione a quelle regole che la Securities and Exchange Commission può dettare come necessarie o appropriate nell'interesse pubblico e per la protezione degli investitori ».

² La Regola 10b-5 dispone:

« È illecito per qualunque persona, direttamente o indirettamente, attraverso l'impiego di qualsivoglia mezzo o strumento del commercio fra gli stati o delle poste, o di qualsivoglia mezzo messo a disposizione da una qualsiasi borsa valori nazionale:

a) impiegare qualsiasi espediente, piano o artificio per defraudare;

b) fare una qualunque falsa dichiarazione relativa ad un fatto rilevante od omettere di dichiarare un fatto rilevante necessario al fine di rendere le dichiarazioni fatte, alla luce delle circostanze in cui furono fatte, non fuorvianti, o;

c) attuare qualsiasi atto, pratica o condotta di affari che operi o possa operare come frode od inganno rispetto ad una qualunque persona, in connessione con l'acquisto o la vendita di qualsiasi valore mobiliare ».

Circuito ha confermato la condanna, 791 F. 2d 1024 (1986); noi abbiamo concesso *certiorari*, 479 US - (1986).

I

Nel 1981 Winans fu assunto come giornalista dal Wall Street Journal (il Journal) e nell'estate del 1982 divenne uno dei due autori di una rubrica quotidiana, « Heard on the Street ». La rubrica discuteva particolari titoli o gruppi di titoli, dando informazioni positive o negative su quei titoli e prendendo « un punto di vista rispetto all'investimento nei titoli analizzati » (612 F. Supp., p. 830). Winans regolarmente intervistava dirigenti delle società in modo da raccogliere prospettive interessanti sulle azioni che sarebbero state messe in luce nelle rubriche future, ma, almeno per gli articoli qui in questione, nessuna conteneva informazioni riservate delle società o da divulgare solo alla scadenza di un termine (*ivi*, p. 830, n. 8). A causa della riconosciuta qualità e correttezza della rubrica « Heard on the Street », essa aveva la potenzialità d'influenzare i prezzi dei titoli analizzati. La Corte Distrettuale concluse sulla base delle testimonianze presentate in dibattimento che la

rubrica « ha un impatto sul mercato, per quanto difficile sia la sua quantificazione in ogni caso particolare » (*ivi*, p. 830).

La politica ufficiale e la prassi del Journal era che prima della pubblicazione, i contenuti della rubrica costituivano informazione confidenziale del giornale. Malgrado la regola della quale Winans era a conoscenza, egli nell'ottobre 1983 si mise d'accordo con Peter Brant ed il ricorrente Felis, ambedue legati alla banca d'investimento Kidder Peabody a New York, per fornire loro anticipazioni sui contenuti e l'uscita della rubrica. Ciò permetteva a Brant e Felis e ad un altro complice, David Clark, un cliente di Brant, di comprare o vendere basandosi sul probabile impatto della rubrica sul mercato. I profitti sarebbero stati divisi. I predetti erano d'accordo che il piano non dovesse influenzare la correttezza giornalistica degli articoli della rubrica, e la Corte Distrettuale non ha accertato alcuna alterazione dei contenuti di alcuno degli articoli al fine di aumentare ulteriormente i profitti potenziali del piano di compravendita dei titoli (*ivi*, pp. 832, 834-835). In un periodo di quattro mesi gli agenti di cambio effettuarono scambi prima della pubblicazione sulla base delle informazioni fornite loro da Winans sul contenuto di circa 27 articoli della rubrica. I profitti netti di questi scambi furono \$ 690.000.

Nel novembre 1983, le correlazioni tra la rubrica ed i conti correnti di Clark e Felis furono notati alla Kidder Peabody e l'inchiesta cominciò. Brant e Felis negarono di conoscere qualcuno al Journal e iniziarono a nascondere gli scambi. Più tardi, la Securities and Exchange Commission iniziò ad investigare. Sia gli agenti di cambio alla Kidder Peabody, sia Winans al Journal negarono le accuse. Proseguendo l'inchiesta, i partecipanti al piano litigarono fra loro e il 29 marzo 1984 Winans e Carpenter andarono alla SEC e rivelarono l'intero schema. Seguirono l'imputazione ed un dibattimento senza giuria. Brant, il quale si era confessato colpevole in un *plea agreement*, era testimone per l'accusa.

La Corte Distrettuale ritenne, e la Corte di Appello approvò, che Winans aveva scientemente violato un dovere di confidenzialità appropriandosi indebitamente

³ La sez. 1341 dispone:

« Chiunque, avendo progettato o intendendo progettare qualsiasi piano o artificio per defraudare, o per ottenere danaro o proprietà attraverso false o fraudolenti pretese, rappresentazioni o promesse, o per vendere, disporre, affittare, cambiare, alterare, dare via, distribuire, fornire o procurare per illecito uso qualunque moneta, titolo, valore mobiliare o altro oggetto contraffatto o falso, o qualunque cosa si rappresenti essere detto oggetto contraffatto o falso, al fine di eseguire detto piano o artificio o nel tentativo di eseguirlo, consegna in un ufficio postale o deposita in una cassetta postale, qualsiasi cosa da essere spedita o consegnata dal servizio postale, o riceve tramite esso qualunque cosa, o scientemente fa sì che sia consegnato per posta qualsiasi cosa è punito con la multa non superiore a \$ 1.000, o imprigionato per non più di 5 anni, o ambedue ».

⁴ La sez. 1343 dispone:

« Chiunque, avendo progettato o intendendo progettare qualsiasi piano o artificio per defraudare, o per ottenere danaro o proprietà attraverso false o fraudolenti pretese, rappresentazioni o promesse, trasmette o provoca la trasmissione via cavo, radio, o comunicazioni televisive [...] di qualsiasi iscritto, segno, segnale, figura o suono al fine di eseguire tale piano o artificio, è punito con la multa non superiore a \$ 1.000 o con la reclusione per non più di 5 anni, o entrambe ».

⁵ (*Omissis*).

II

mente di informazioni prima della pubblicazione riguardanti l'uscita ed il contenuto della rubrica « Heard on the Street », informazioni che erano state acquisite nel corso del proprio rapporto di lavoro con l'intesa che non sarebbero state rivelate prima della pubblicazione e che, se lo fossero state, egli lo avrebbe comunicato al proprio datore di lavoro. Fu questa appropriazione di informazioni confidenziali ad integrare gli estremi sia della frode in valori mobiliari che della frode postale e tramite telecomunicazioni. Con riguardo alla sez. 10(b), i giudici a *quibus* hanno ritenuto che l'inadempimento deliberato dei doveri di confidenzialità di Winans e l'occultamento del piano costituiva frode ed inganno nei confronti del Journal. Malgrado la vittima della frode, il Journal, non fosse né un acquirente, né un alienante dei titoli trattati, né altrimenti un partecipante del mercato, la frode fu tuttavia considerata « in connessione con » un acquisto od una vendita di valori mobiliari nel senso della legge e del regolamento. I giudici argomentarono che il solo fine dello schema era comprare o vendere titoli a fini di lucro sulla base di informazioni anticipate del contenuto degli articoli. Essi hanno rigettato l'argomento dei ricorrenti (che costituisce una delle due questioni qui sottoposte) secondo il quale la responsabilità penale di cui alla Regola 10b-5 non sussiste perché « il giornale è l'unica vittima della frode ma non ha interesse nei titoli trattati ».

Nell'affermare la condanna per frode tramite posta e telecomunicazioni, la Corte di Appello stabilì che Winans si era fraudolentemente appropriato di « proprietà » nel senso della legge sulla frode tramite posta e telecomunicazioni e che le sue rivelazioni recavano danno al Journal. Fu inoltre stabilito che l'uso della posta e di servizi telefonici costituisse nesso sufficiente con lo schema per soddisfare i requisiti delle sez. 1341 e 1343. La petizione per il *certiorari* contestava tali conclusioni.

La Corte è divisa a metà rispetto alle condanne in base alle leggi sui valori mobiliari e pertanto conferma il giudizio impugnato su tali punti. Per le ragioni che seguono affermiamo inoltre il giudizio rispetto alle condanne di frode tramite posta e telecomunicazioni.

I ricorrenti asseriscono che le loro attività non erano uno schema per defraudare il Journal nel senso delle leggi sulla frode tramite posta e telecomunicazioni⁶; e che in ogni caso, essi non ottennero alcun « danaro o proprietà » dal Journal, elemento necessario del reato secondo la nostra decisione della scorsa sessione in *McNally c. United States* (483 US - (1987)). Non siamo persuasi da alcuno degli argomenti. Tratteremo innanzitutto del secondo.

Abbiamo deciso in *McNally* che la legge sulla frode postale non si applica a « schemi per defraudare cittadini dei loro diritti intangibili ad una onesta ed imparziale amministrazione », e che la norma è « limitata nel suo fine alla protezione di diritti di proprietà ». I ricorrenti argomentano che l'interesse del Journal alla confidenzialità prima della pubblicazione degli articoli della rubrica è nulla più che un interesse immateriale estraneo alla sez. 1341; né la norma, si sostiene, protegge da semplici lesioni alla reputazione.

Questo non è un caso come *McNally*, tuttavia. Il Journal, come datore di lavoro di Winans, è stato privato di molto più del suo diritto contrattuale ad un onesto e fedele servizio da parte del dipendente, un interesse troppo etereo in se stesso per rientrare nella protezione della legge sulla frode postale, la quale « trovava la sua origine nel desiderio di por proteggere diritti di proprietà degli individui » (*McNally*, p. ..., n. 8). Qui l'oggetto del piano era di appropriarsi delle informazioni commerciali confidenziali — la data di pubblicazione e i contenuti della rubrica — e la loro natura immateriale non fa di queste meno « proprietà » protetta dalla legge sulle frodi tramite posta e telecomunicazioni. *McNally* non limita l'applicazione della sez. 1341 alle cose materiali come distinte dai diritti di proprietà sui beni immateriali.

Entrambe le Corti inferiori hanno espressamente trattato l'interesse del

⁶ Le leggi sulla frode postale o tramite telecomunicazioni hanno lo stesso tenore letterale per quanto riguarda la parte rilevante. Pertanto applicheremo la stessa analisi alle due classi di reato.

Journal alla confidenzialità del contenuto e dell'uscita della rubrica come diritto di proprietà (791 F. 2d pp. 1034-1035; 612 F. Supp. p. 846) e noi concordiamo con questa conclusione. Le informazioni di impresa confidenziali sono state da lungo tempo riconosciute come proprietà. (Cfr. *Ruckelshaus v. Monsanto*, 467 US 986, pp. 1001-1004 (1984); *Dirks v. SEC*, 463 US 646, p. 653 (1983); *Board of Trade of Chicago v. Christie Grain & Stock*, 198 US 236, 250-251 (1905); cfr. 5 USC sez. 552(b)(4). « Informazioni riservate acquisite o create da una società nel corso e nella condotta dei propri affari sono una specie di proprietà sulla quale la società detiene l'esclusivo diritto e beneficio, e a protezione della quale una Corte di equità concederà un'inibitoria od altro rimedio appropriato ». Fletcher, *Cyclopedia of Law of Private Corporations* par. 857.1, p. 260 (ed. 1986)). Il Journal aveva un diritto di proprietà a tenere confidenziali ed a fare uso esclusivo, prima della pubblicazione, della data di pubblicazione e dei contenuti degli articoli della rubrica. Come questa Corte ha già osservato: « Le notizie, per quanto poco suscettibili di proprietà o possesso in senso assoluto, sono beni in commercio, da essere raccolti con costi d'impresa, organizzazione, capacità, lavoro e danaro, e da essere distribuiti e venduti a coloro che paghino per essi, come qualunque altra mercanzia ». (*International News Service c. Associated Press*, 248 US 215, p. 236 (1918)).

Gli argomenti dei ricorrenti secondo i quali essi non avrebbero interferito con l'uso delle informazioni da parte del giornale, né le avrebbero pubblicizzate e pertanto privato il Journal del primo uso pubblico di esse, non colgono nel segno. Le informazioni riservate erano generate nell'impresa e l'impresa aveva un diritto di decidere come usarle prima di renderle pubbliche. I ricorrenti non possono sostenere con successo, basandosi sulla decisione *Associated Press*, che lo schema per defraudare richiede una perdita monetaria, quale ad esempio dare le informazioni ad un concorrente; è sufficiente che il Journal sia stato privato del suo diritto all'uso esclusivo delle informazioni, poiché l'esclusività è un importante aspetto delle informazioni riservate di un'impresa e la principale ca-

ratteristica della proprietà privata in materia.

Non possiamo accettare l'ulteriore argomento che la condotta di Winans nel rivelare le informazioni prima della pubblicazione altro non fosse che violazione di regole del contratto di lavoro senza configurare attività fraudolenta vietata dalla legge sulla frode postale. Le sez. 1341 ed 1343 coprono qualsiasi piano per privare altri di danaro o proprietà per mezzo di pretese, prospettazioni o promesse false o fraudolente. Come abbiamo osservato la scorsa sessione in *McNally*, la parola « defraudare » nella legge sulla frode postale ha il « significato comune » di « ingannare qualcuno a proposito dei suoi diritti di proprietà attraverso metodi e comportamenti disonesti e generalmente indica la sottrazione di qualcosa di valore per mezzo di trucchi, inganni, artifizii o violenza ». Il concetto di « frode » include l'atto della malversazione, che consiste nella « fraudolenta appropriazione a proprio fine personale di danaro o cose affidategli da un altro » (*Grin v. Shine*, 187 US 181, 189 (1902)).

La Corte Distrettuale ha ritenuto che l'obbligazione di Winans nei confronti del Journal era di non rivelare nulla a proposito della sua rubrica prima della pubblicazione, una promessa caduta quando in violazione del suo dovere passò ai suoi complici le informazioni riservate appartenenti al giornale, secondo il piano di dividere i profitti derivanti dal trattare titoli in anticipo sull'impatto in borsa della rubrica. In *Snepp c. United States* (444 US 507, p. 515 (1980)), nonostante la decisione fosse basata sulle disposizioni di un contratto scritto che proibiva l'uso senza approvazione di informazioni governative riservate, notammo simili divieti della *common law*, secondo cui « anche in assenza di un contratto scritto, un prestatore d'opera ha un obbligo fiduciario di proteggere le informazioni riservate ottenute nel corso del suo rapporto di lavoro ». Come le Corti di New York hanno riconosciuto, è consolidato, come principio generale, che colui il quale acquisisce una speciale conoscenza o informazione in virtù di una relazione confidenziale o fiduciaria con un altro non è libero di utilizzare detta conoscenza o informazione per il proprio personale beneficio ma deve at-

tribuire al proprio mandante ogni profitto derivatone (*Diamond c. Oreamuno*, 24 NY 2d 494, p. 497, 248 NE 2d 910, p. 912 (1969); cfr. inoltre Restatement (Second) of Agency sez. 388, Comment c., 396(c) (1958)).

Non abbiamo dubbi nel ritenere che l'accordo per negoziare in base alle informazioni confidenziali del Journal non è estraneo all'applicazione delle leggi sulla frode tramite posta e telecomunicazioni, a condizione che siano soddisfatti gli altri elementi del reato. Le informazioni commerciali del Journal, che questi intendeva tenere confidenziali, erano sua proprietà; la dichiarazione in tal senso nel regolamento dei dipendenti semplicemente rimuove ogni dubbio e rende la ricerca dell'intento specifico di defraudare molto più semplice. Winans continuò a lavorare al Journal, appropriandosi delle informazioni riservate per proprio uso, pretendendo al contempo di adempiere al proprio obbligo di salvaguardarle. Infatti, egli riferì due volte ai propri editori a proposito di fughe di notizie non connesse al proprio piano di traffici in titoli (612 F. Supp. p. 831), dimostrando sia di sapere che il Journal considerava riservate le informazioni concernenti gli articoli della rubrica, sia il suo comportamento ingannevole nel recitare il ruolo del dipendente fedele. Inoltre, la conclusione della Corte Distrettuale che ognuno dei ricorrenti agì con lo specifico intento di defraudare è fortemente supportata dalle prove (*ivi*, pp. 847-850).

Infine rigettiamo la doglianza secondo la quale l'utilizzazione della posta e delle telecomunicazioni per stampare e spedire il Journal ai propri lettori non soddisfa i requisiti che quei mezzi siano usati per eseguire il piano criminoso in questione. Le Corti inferiori erano nel giusto nell'osservare che la circolazione della rubrica non era solo prevista bensì un momento essenziale dello schema. Se la rubrica non fosse stata distribuita ai lettori del Journal, non vi sarebbero stati effetti sui prezzi delle azioni e non vi sarebbe stata possibilità di lucrare sulle informazioni trasmesse da Winans.

Il giudizio impugnato è confermato.

IL GIORNALISTA FINANZIARIO

E I DESTINATARI DEL DIVIETO

DI INSIDER TRADING

La sentenza della Corte Suprema che si pubblica (caso Winans) ha sorpreso gli osservatori. Quando nel novembre 1986 la Corte concesse il *certiorari* su ricorso degli imputati condannati in appello era lecito aspettarsi, sulla falsariga delle sentenze *Chiarella* e *Dirks* — di cui si tratterà ampiamente oltre — una ulteriore restrizione dei confini della repressione dell'*insider trading*. La Corte ha invece confermato la decisione di condanna penale inflitta dal Secondo Circuito, vale a dire il distretto di Corte d'Appello cui appartiene New York, dove per ovvie ragioni si verifica la gran parte dei casi di *insider trading*. La Securities and Exchange Commission (SEC) e la Procura federale generale di New York hanno salutato con soddisfazione la pronuncia la quale rafforza i fondamentali giuridici delle recenti investigazioni legate al grande scandalo di Wall Street¹.

Questa nota si limiterà ad una analisi dei destinatari della normativa sull'illecito compimento di operazioni su titoli in base a notizie riservate, e della *ratio* che ad essa sottende nei diversi casi. Saranno pertanto esclusi dalla trattazione altri profili della fattispecie *insider trading*, quali il grado di riservatezza delle notizie, la loro rilevanza per il mutamento di prezzo dei titoli, la colpevolezza dell'*insider*, le circostanze dell'operazione; o della sua disciplina, quali le differenze tra sanzione penale e sanzione

* Le opinioni espresse impegnano esclusivamente l'autore e non la Commissione nazionale per le società e la borsa presso la quale egli svolge le proprie funzioni.

¹ Il riferimento è alla rete d'informazioni organizzata dallo speculatore Ivan Boesky, recentemente condannato, e dai banchieri d'investimento Marty Siegel e Dennis Levine.

civile, la legittimazione ad agire dell'investitore danneggiato, la quantificazione dei danni.

1. L'APPLICAZIONE DELLA REGOLA 10B-5 ALL'INSIDER TRADING NELLA GIURISPRUDENZA

Sulla Regola 10b-5², dettata dalla SEC in applicazione della sez. 10(b) del Securities Exchange Act del 1934 al fine di coprire la più ampia gamma possibile di frodi connesse allo scambio di valori mobiliari, e in particolare sulla sua applicazione all'*insider trading*, esiste anche in Italia una esaustiva letteratura³. L'esposizione sarà pertanto limitata ad una breve rassegna dei casi più importanti.

In *Cady, Roberts & Co.*⁴ la SEC condannò un'impresa commissionaria di borsa e alcuni suoi dipendenti per avere venduto azioni di una società poco prima dell'annuncio della riduzione dei dividendi deciso dal consiglio di amministrazione cui aveva partecipato uno dei convenuti. Per la prima volta venne applicato il diritto federale dei valori mobiliari a una questione cui la *common law* non aveva saputo dare risposte convincenti⁵. La SEC formulò il principio secondo il quale colui che in virtù della propria posizione di *insider* conosce fatti

rilevanti, per una decisione sulla convenienza dell'investimento, sconosciuti alla controparte contrattuale, deve o rivelarli oppure astenersi dall'operazione. Secondo la SEC l'obbligo di *disclose or abstain* consegue l'accesso privilegiato ad informazioni intese per essere utilizzabili nel solo interesse della società, e si giustifica in base all'ingiustizia inerente all'uso di tali informazioni a fini personali sapendo dell'ignoranza della controparte. Nelle parole della SEC l'obbligo appare comunque strettamente correlato ai doveri fiduciari⁶ degli amministratori nei confronti degli azionisti (sia attuali che potenziali).

In *SEC v. Texas Gulf Sulphur*⁷ il Secondo Circuito affermò che, ovunque vi sia disparità di accesso alle informazioni, vi è inerente ingiustizia nell'operazione sui titoli, a prescindere dall'esistenza di doveri fiduciari. Va tuttavia precisato che la teoria dell'*equal access*, ampiamente citata in seguito nella giurisprudenza e nella dottrina sull'*insider trading*, costituiva un *obiter dictum* della decisione visto che il caso riguardava i dirigenti di una società, nonché la società stessa, a conoscenza d'una importante scoperta mineraria, soggetti tenuti al rispetto dei principi fiduciari nel senso già chiarito dal caso *Cady, Roberts*.

In un altro procedimento amministrativo, *Investors Management & Co. Inc.*⁸, la SEC procedette a una disamina della responsabilità per *insider trading* del *tippee*, vale a dire di colui il quale, pur non essendo *insider*, da questi abbia ricevuto le informazioni. I convenuti di *Investors Management* erano alcune società di gestione di fondi comuni di investimento che avevano saputo dal dipartimento di vendite della Merrill Lynch — la celebre banca di investimento — il quale a sua volta aveva saputo dal dipartimento di collocamento (*underwriting*) della stessa, del cattivo andamento dei profitti di una società che la Merrill Lynch stava assistendo nell'emissione di un prestito obbligazionario. Fintantoché colui il quale riceve l'informazione è a conoscenza della natura riservata della stessa — concluse la SEC — questi è assoggettato al dovere di informare la controparte o astenersi dall'operazione.

Alla progressiva espansione dell'ambito soggettivo di applicazione della Regola 10b-5 in materia di *insider trading*

² Vedi nota 2 alla sentenza della Corte Suprema.

³ CORAPI, *L'« insider trading » nelle società per azioni americane*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 288; e *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*, Milano, 1982, 693; MARCHETTI, *Una decisione americana in tema di « insider trading »*, in *Riv. soc.*, 1971, 1153; ALESSI, *« Market egalitarianism » e « insider trading »*, *ivi*, 1980, 942; CARCANO, *« Insider trading » e analisti finanziari in una sentenza statunitense*, *ivi*, 1985, 722; GALLI, *Il caso Tomè e la repressione dell'insider trading negli Stati Uniti*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 716.

⁴ 40 SEC 907 (1961).

⁵ *Strong v. Repide*, 213 US 419 (1909); *Goodwin v. Agassiz*, 186 NE 659 (Mass. 1933).

⁶ Nel corso del presente lavoro il termine « fiduciario » riferito agli obblighi degli amministratori ed altri soggetti nei confronti della società e degli azionisti è usato nell'ampia accezione di esso nel linguaggio giuridico anglosassone. Cfr. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in 71 *california L. Rev.* 795 (1983).

⁷ 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968).

⁸ 44 SEC 633 (1971). Al procedimento amministrativo era connessa un'azione civile degli investitori danneggiati definita dalla decisione *Shapiro v. Merrill Lynch*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) che fece proprie le conclusioni della SEC.

pose un freno la Corte Suprema nel caso *Chiarella v. United States*⁹. Vincent Chiarella era un tipografo dipendente di un'impresa specializzata in stampa finanziaria (prospetti, rapporti agli azionisti, pubblicità di prodotti finanziari ecc.) cui erano stati commissionati vari annunci di offerte pubbliche di acquisto (OPA). Nelle bozze di stampa i nomi delle società le cui azioni erano oggetto di OPA venivano mascherati da spazi bianchi o da nomi falsi. Nonostante ciò Chiarella era stato in grado in varie occasioni di decifrarli e di speculare su quei titoli. Nell'assolvere Chiarella la Corte rigettò espressamente la teoria dell'accesso paritario alle informazioni e la filosofia dell'eguaglianza nel mercato dei capitali. Per la Corte l'obbligo di rendere pubblica l'informazione o di astenersi dallo scambio si configura come un aspetto dei doveri fiduciari di taluni soggetti (amministratori, dirigenti e loro *tippee*), i quali soli possono commettere una frode *ex Regola 10b-5* attraverso il mero silenzio nello scambio.

A seguito della decisione *Chiarella*, la SEC corse ai ripari ed emanò la Regola 14e-3 la quale vieta l'acquisto o la vendita di titoli da parte di persone in possesso di informazioni non pubbliche sul lancio di una OPA, informazioni ottenute direttamente o indirettamente dall'offerente l'acquisto o dall'emittente i titoli in questione.

Anche nelle Corti di merito la decisione *Chiarella* ebbe seguito limitato. Ciò si deve al successo della teoria alternativa formulata dall'allora presidente della Corte Suprema Burger nella sua opinione dissenziente, e che la maggioranza aveva respinto su basi procedurali (non essendo stata presentata alla giuria in primo grado). Si allude alla c.d. *misappropriation theory* per la quale, quando si ottiene un vantaggio informativo non attraverso il proprio lavoro od esperienza bensì attraverso mezzi illeciti e si sfrutta in borsa tale vantaggio, si commette una frode *ex Regola 10b-5*. La teoria dell'appropriazione indebita è stata applicata in *United States v. Newman*¹⁰, in *SEC v. Materia*¹¹, in *SEC v. Tome*¹², nonché nella sentenza di appello del caso Winans.

La Corte Suprema si occupò ancora di *insider trading* in *Dirks v. SEC*¹³ in cui si precisavano le condizioni alle qua-

li è subordinata la responsabilità del *tippee*, stabilendo la necessità che l'*insider* abbia conseguito un beneficio personale dalla comunicazione delle notizie riservate. Così venne assolto l'analista finanziario cui un dirigente di una società di gestione di fondi comuni di investimento aveva rivelato svariate irregolarità nell'amministrazione di questa, poiché, pur avendo il primo avvertito e invitato a vendere i propri clienti, il secondo non aveva tratto dall'operazione alcun vantaggio.

Un'applicazione estensiva di *Dirks* come precedente permette invero ampie attività di scambio sulla base di notizie riservate. Tuttavia vari temperamenti a siffatta conclusione si ritrovano in *Dirks* stessa. Innanzitutto si afferma nella sentenza che il personale vantaggio dell'*insider tipper* non deve necessariamente essere di natura patrimoniale, per cui un favore a un familiare, ad esempio, soddisfa la condizione. In secondo luogo la nota a piè di pagina n. 14 della sentenza allarga la categoria dei soggetti tenuti ad obblighi fiduciari nei confronti degli azionisti responsabili in proprio e non come *tippee*. Sono considerati *insider* (o meglio *quasi-insider*) i banchieri di investimento, i certificatori di bilancio, gli avvocati e i consulenti della società.

2. IL CASO WINANS

Foster Winans era il coautore di una rubrica quotidiana del « Wall Street Journal » denominata « Heard on the Street » (« Sentito dire per la strada ») in cui veniva discusso il possibile andamento di un titolo o di un gruppo di titoli. La rubrica era (ed è, visto che — curata da altri — appare ancora sulla penultima pagina del prestigioso giornale finanziario) particolarmente stimata dai lettori che ne seguivano le indicazioni. Pertanto a seguito della pubblicazione del commento i prezzi dei titoli analizzati subivano variazioni rilevanti.

⁹ 445 US 222 (1980).

¹⁰ 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981).

¹¹ 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).

¹² *Giur. comm.*, 1986, II, 709.

¹³ 463 US 646 (1983).

Winans, per trarre profitto dall'impatto della sua rubrica sul mercato, cominciò ad informare due agenti di cambio conniventi, nei giorni precedenti la pubblicazione degli articoli, del contenuto degli stessi. Scoperto l'illecito comportamento, era scontato il licenziamento di Winans dal « Journal », dato che una espressa disposizione del contratto di lavoro giornalistico veniva violata; meno semplice era prevedere una condanna penale del giornalista. In effetti gli articoli contenevano pur sempre notizie non riservate, probabilmente di non larga diffusione ma cui un analista finanziario e un investitore di buona volontà avrebbero certamente potuto accedere. Inoltre tra Winans e le società i cui titoli venivano discussi non esisteva alcuna relazione fiduciaria, quasi-fiduciaria o consequenzialmente fiduciaria¹⁴.

La *magna pars* delle sentenze di primo e di secondo grado è dedicata alla discussione del caso sotto il profilo delle leggi federali sui valori mobiliari. Si tratta senza dubbio di una delle più avanzate applicazioni della *misappropriation theory*. La violazione della Regola 10b-5 viene ravvisata nell'illecito uso di informazioni per trattare in titoli, uso che allo stesso tempo costituisce ap-

propriazione indebita dell'informazione dal giornale e pratica fraudolenta nei confronti degli investitori. Non importa — stando alla motivazione della sentenza di appello — se il soggetto, cui l'informazione è sottratta, sia a sua volta un *insider*, un *quasi-insider* o comunque un titolare di doveri fiduciari nei confronti della società emittente i titoli trattati o dei suoi azionisti¹⁵. La Sez. 10(b) con la Regola 10b-5 costituisce una norma « pigliatutto » (« *catchall* ») al fine di prevenire le frodi¹⁶, in grado di colpire chiunque acquisti, attraverso mezzi illeciti, su chiunque perpetrati, un vantaggio informativo sul mercato dei capitali. Significativa in tal senso l'affermazione secondo la quale, seppure il « Wall Street Journal » poteva lecitamente (a costo tuttavia di perdere la propria reputazione) acquistare o vendere titoli in anticipo sulla pubblicazione della rubrica che li analizzava, lo stesso comportamento era proibito al giornalista dipendente¹⁷.

Diverso è l'approccio della Corte Suprema, la quale non affronta — per mancato raggiungimento di una maggioranza¹⁸ — la questione della violazione delle leggi federali sui valori mobiliari. La decisione è incentrata piuttosto su un punto cui i giudici *a quibus* avevano attribuito rilevanza secondaria: la violazione delle leggi federali sui reati compiuti tramite l'uso della posta e delle telecomunicazioni. Il fatto che tali leggi siano in grado di colpire l'*insider trading* appare davvero bizzarro al lettore non avvezzo alle tecniche interpretative delle Corti anglosassoni. Fin dove il dato letterale della legge lo consente e fin dove il giudice lo ritenga opportuno, è possibile (anche in diritto penale) applicare la norma a casi del tutto estranei a quelli per i quali era stata promulgata. Così le Sezioni 1341 e 1343¹⁹ dello United States Code appaiono ad una prima lettura finalizzate a proteggere i destinatari di un messaggio postale, telefonico, televisivo ecc. attraverso il quale qualcuno li intenda defraudare²⁰. Per la Corte Suprema, invece, qualunque frode (compreso l'*insider trading*) anche non attuata mediante la posta o le telecomunicazioni, purché la posta e le telecomunicazioni siano circostanze di fatto che rendono possibile la frode, è colpita dalle norme in questione. Winans è dunque

¹⁴ Per il significato di questi concetti vedi *infra*, par. 3.

¹⁵ 791 F. 2d, a p. 1029.

¹⁶ 791 F. 2d, a p. 1030.

¹⁷ 791 F. 2d, a p. 1033. Si noti che ciò equivale a riconoscere il paradosso secondo il quale, ove Winans avesse comperato o venduto con l'autorizzazione del giornale, non avrebbe compiuto *insider trading* malgrado l'identico pregiudizio per gli investitori e il mercato in generale. Cfr. KIMEL, *The inadequacy of Rule 10b-5 to address outsider trading by reporters*, in 38 Stanford L. Rev. 1549, 1564 (1986).

¹⁸ L'eccezionale ipotesi del collegio diviso a metà è dovuta alle dimissioni del giudice Powell nel luglio 1987 cui sono seguiti i dissidi tra presidenza Reagan e Congresso sul nono giudice da nominare e la conseguente vacanza di un posto. Malgrado sia costume dei *Justices* rendere pubblico il proprio voto, tale regola non si applica quando la Corte è divisa a metà.

¹⁹ Vedi note 3 e 4 alla sentenza della Corte Suprema.

²⁰ Anche il termine *fraud* poco si presta ad una traduzione, dato che nel diritto anglosassone copre una serie di istituti al confine tra furto, truffa, appropriazione indebita, nonché varie figure di illecito civile. Cfr. DE FRANCHIS, *Dizionario giuridico inglese-italiano*, Milano, 1984, 760. L'interpretazione estensiva della Corte sul *Mail fraud statute* è comunque coerente ai precedenti. Cfr. *US v. Kent*, 608 F. 2d 542 (5th Cir. 1979). V. inoltre i cenni in G. CORRIAS LUCENTE, *Informatica e diritto penale*, in questa *Rivista*, 1987, 184.

colpevole non tanto perché l'illecito acquisto o vendita di titoli è avvenuto attraverso la posta, quanto perché senza la distribuzione postale del « Wall Street Journal » le variazioni del prezzo dei titoli dovute alla rubrica non si sarebbero verificate.

Per concludere in tal senso la Corte deve però accertare che qualcuno — non importa se il danneggiato o meno — sia stato privato di qualche « proprietà » per il fatto illecito dell'imputato, come richiede il dato letterale delle sezioni 1341 e 1343 sopra citate. La parte centrale della sentenza è tutta volta a dimostrare come Winans, anticipando ai propri agenti di cambio il contenuto della rubrica, abbia sottratto al « Journal » delle informazioni confidenziali di cui questo era proprietario. Si badi che la proprietà del giornale non verte sulle informazioni in sé (che sono già state dette essere informazioni di dominio pubblico) ma su di esse come oggetto della rubrica e sul momento di pubblicazione della rubrica stessa.

La sentenza suggerisce riflessioni su temi quali l'informazione intesa come bene, la sua natura, i diritti di esclusiva su di essa²¹, che l'economia di questa nota non consente di affrontare. È sufficiente rilevare succintamente il percorso argomentativo attraverso cui la Corte giunge ad individuare la sottrazione di proprietà integrante la fattispecie della frode postale ed a confermare pertanto la condanna di Winans: costituisce appropriazione indebita di informazioni l'aver privato il giornale del proprio diritto all'uso esclusivo delle informazioni; tale sottrazione di informazioni non è un mero inadempimento contrattuale del giornalista nei confronti del giornale, ma una violazione della legge penale; chiunque usa a proprio personale profitto informazioni acquisite in virtù di un rapporto confidenziale sottrae proprietà.

3. I SOGGETTI CUI SI APPLICA IL DIVIETO DI INSIDER TRADING

Quanto sin qui esposto sullo stato del diritto dell'*insider trading* negli Stati Uniti, costituisce la premessa — data la vastità dell'esperienza raggiunta in materia in quel paese — per un tentativo di sistemazione razionale delle categorie di

possibili destinatari della norma. Si procederà ora ad una esposizione delle ragioni per le quali il divieto di operare su titoli in base a notizie riservate debba applicarsi o meno ai vari soggetti. Delle utili indicazioni per una soluzione normativa in Italia al problema dell'*insider trading* possono trarsi più facilmente da questo tipo di analisi che non da una disamina — come quella appena compiuta — dei testi legislativi e delle interpretazioni giurisprudenziali, in vigore in ordinamenti stranieri, di non facile e opportuna trasposizione in un ambiente culturale differente.

a) I consiglieri di amministrazione e i dirigenti di impresa.

Sono gli *insider* in senso stretto. È loro proibito di comperare o vendere titoli emessi dalla propria società senza prima rendere pubbliche eventuali notizie riservate non solo nell'ordinamento statunitense ma anche in quello inglese, francese, australiano, canadese, giapponese, brasiliano, danese ecc.²². Anche la comunità Europea si propone di obbligare gli Stati membri che ne siano sprovvisti a promulgare norme in tal senso²³.

La repressione di questo « classico » *insider trading* trova una valida giustificazione proprio nel più tradizionale diritto societario. Nella dialettica azionisti-amministratori permettere ai secondi l'*insider trading* significa concedere loro

²¹ Su questo e altri temi legati alla sottrazione dell'informazione cfr. CATALA, *Ebauche d'une theorie juridique de l'information*, in *Inf. dir.*, 1983, 15; MACKAAY, *Economics of information and Law*, Boston, 1982 e *La possession paisible des idées*, in *Droit de l'informatique*, 1986, 2, 75; LUCAS DE LEYSSAC, *Il furto d'informazione*, in questa *Rivista*, 1985, 625; CORRIAS LUCENTE, *Informatica e diritto penale: elementi per una comparazione con il diritto statunitense*, *ivi*, 1987, 167 e 319, in part. p. 322.

²² In Gran Bretagna: *Company Securities (Insider dealing) Act 1985*, ch. 8. In Francia: legge 31 dicembre 1970, nn. 70-1284 modificata dalla legge 3 gennaio 1983, nn. 83-1. Per l'Australia e il Canada cfr. HERNE, *Inside information: definitions in Australia, Canada, the UK and the US*, in *J. Comp. Bus. and Cap. Mark.* L. 8 (1986), 1. Per il Giappone TATSUTA, *Enforcement of Japanese securities legislation*, 1 *J. Comp. Corp. L. & Sec. Reg.* 95, 107 (1978). Per il Brasile EIZIRIK, *The role of the state in the regulation of securities markets: the brasilian experience*, *ivi*, 211, 217 (1978). In Germania, Belgio, Irlanda e Paesi Bassi esistono codici di autoregolamentazione degli operatori.

²³ *Proposta di Direttiva del Consiglio sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate (Insider trading)* presentata dalla Commissione al Consiglio il 25 maggio 1987, in *G.U.C.E.* 11 giugno 1987.

di appropriarsi in maniera potenzialmente illimitata di ogni aumento di ricchezza prodottosi in capo alla società. Così come in caso di andamento sfavorevole dell'impresa — vendendo prima della divulgazione di cattive notizie — gli stessi amministratori sono in grado di trasferire sui (nuovi) soci la gran parte delle perdite, delle quali peraltro potrebbero essere stati anche responsabili. E come rilasciare loro un assegno in bianco senza convenzione di riempimento, è stato affermato²⁴.

Si noti essere l'argomento sommariamente esposto teso a perseguire fini di efficienza economica più che di equità, ed avulso da concezioni della società per azioni e del mercato dei capitali che si richiamano alla *corporate democracy*. Esso trova piuttosto il proprio supporto nella teoria dei « costi di mandato » (*agency costs*), cioè di quei costi inerenti a qualsiasi rapporto in cui un soggetto incarica altri di svolgere un compito nel proprio interesse, quando il mandatario è in grado di distogliere a proprio favore parte della ricchezza destinata al mandante²⁵. Per far fronte ad essi, all'atto del mandato, il mandante sconta tale possibilità nel prezzo dell'in-

carico. Applicando tale teoria al campo della società per azioni e del mercato dei capitali²⁶, si nota come l'investitore domanderà un più alto « ritorno » del proprio investimento per compensare i costi del mandato e ciò comporta prezzi più bassi in borsa ed una maggiore difficoltà per le imprese nel loro insieme nell'ottenere capitali²⁷.

Dunque, per quanto molti studiosi²⁸ e la SEC stessa²⁹ abbiano insistito sulla necessità di assicurare un « gioco onesto » nel e un'« integrità » del mercato dei capitali, concetti ispirati a ragioni morali più che economiche, queste ultime non sono affatto da sottovalutare nell'individuazione della *ratio* della proibizione dell'*insider trading*.

Sembra potersi affermare che il divieto di *insider trading* si pone sullo stesso piano della disciplina del conflitto di interessi, se non altro poiché l'uno e l'altra mirano a colpire comportamenti degli amministratori idonei ad incrementare i costi di mandato e a disincentivare i risparmiatori dagli investimenti azionari (benché la seconda colpisce comportamenti degli amministratori nello svolgimento della loro funzione come organi della società, mentre il primo colpisce comportamenti « esterni » degli stessi soggetti. Non a caso vi è chi considera l'*insider trading* un aspetto del generale problema del conflitto di interessi^{29-bis}, e chi, in Italia, propone una regolamentazione più efficace del conflitto di interessi, di cui le norme sull'*insider trading* dovrebbero costituire un corollario^{29-ter}.

Nel dibattito sull'opportunità della repressione dell'*insider trading* vari argomenti a sfavore sono stati adottati. Due di questi intervengono sul punto della dialettica azionisti-amministratori e sulla ripartizione dei poteri e dei benefici della gestione.

In un noto saggio³⁰ Henry Manne non solo si dichiara contrario alla repressione dei comportamenti in questione, ma sostiene addirittura che questi abbiano virtù positive. Per Manne l'*insider trading* costituisce una forma di distribuzione del *management*, e la possibilità di lucrare sui risultati del proprio lavoro funziona come incentivo ad adoperarsi per il bene dell'impresa.

Come prima ovvia obiezione a tale tesi si è sostenuto il suo valore limitato ai soli

²⁴ CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, 274.

²⁵ Cfr. BRUDNEY, *Corporate governance, agency costs and the rhetoric of contract*, in 85 Columbia L. Rev. 1403, 1427 (1985); FRANKEL, *op. cit.*, 206 e ss.

²⁶ Cfr. DOOLEY, *Enforcement of insider trading restrictions*, in 66 Virginia L. Rev. 1, 42 (1980), per quanto scettico sia questo autore sulla necessità di repressione dell'*insider trading*.

²⁷ È stato obiettato (Cfr. MANNE, *Insider trading and the law professors*, in 23 Vanderbilt L. Rev. 547, 577 (1970)) che il rischio di *insider trading* è solo uno dei molteplici fattori scontati dall'investitore nella propria decisione di comprare o vendere titoli, e che milioni di persone investono in borsa malgrado l'*insider trading* esista e sia difficilmente rilevabile. Altri tuttavia (CLARK, *op. cit.*, 275) contestano il valore argomentativo di un'osservazione empirica di questo genere.

²⁸ LOSS, *The fiduciary concept as applied to trading by corporate « insiders » in the United States*, in 33 Mod. L. Rev. 34, 36 (1970); FERBER, *The case against insider trading: a response to professor Manne*, in 23 Vanderbilt L. Rev. 621 (1970); Rossi, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in *Trasparenze e vergogna*, Milano, 1982, 202; CORAPI, *Inside information*, cit., 699.

²⁹ *Report of the task force on regulation of insider trading*, in 41 Bus. Law. 223 (1985).

^{29-bis} CLARK, *op. cit.*, 145, 150-154.

^{29-ter} « Qui si vuole affossare la Consob », intervista a G. Rossi in « La Repubblica » 18 febbraio 1988, 53; e Rossi: *manca l'accordo sulle linee di riforma del mercato azionario*, *ivi*, 19 febbraio 1988, 52.

³⁰ *Insider trading and the stock market*, New York, 1966.

casi di andamento favorevole dell'impresa, poiché l'*insider trading* su cattive notizie (cioè a vendere) non potrebbe che essere un meccanismo perverso di retribuzione. Né in tal senso sono state sufficienti a fugare ogni dubbio le controdeduzioni dei seguaci di Manne³¹ secondo i quali nessun dirigente gestirebbe di proposito la propria società, in maniera inefficiente, perché ciò comporterebbe poche *chance* di lavoro futuro per lui; oppure che l'*insider trading* sulle cattive notizie costituisce un incentivo per i dirigenti troppo prudenti ad intraprendere imprese rischiose ma meritevoli di essere tentate.

Vi sono ulteriori obiezioni alla tesi di Manne. Da una parte esistono altri sistemi per retribuire amministratori e dirigenti alla luce del sole senza far venire meno gli incentivi (percentuali sugli utili, opzioni sulle azioni ecc.); dall'altra non necessariamente colui che detiene le notizie riservate coincide con colui che merita il compenso per la maggiore produttività³².

Eppure — sostengono ancora gli avversari della repressione dell'*insider trading* — se le società si ritenessero danneggiate a causa della difficoltà nella raccolta di capitali provocata dall'*insider trading*, esse volontariamente e indipendentemente da proibizioni legali ne avrebbero fatto oggetto di una clausola *ad hoc* nel contratto con i propri amministratori, mentre nella realtà tali clausole non esistono³³. Neppure questo argomento — si risponde — coglie nel segno. Il consiglio di amministrazione dovrebbe infatti proibire ai suoi stessi membri comportamenti da cui tutti sono in grado di trarre guadagno. Inoltre la singola impresa, senza la certezza che anche tutte le altre adottino simili misure, potrebbe avere scarso interesse — per tema di perdere i propri dirigenti — ad utilizzare contratti proibitivi dell'*insider trading*³⁴.

Un ultimo argomento di Manne contro la repressione dell'*insider trading* prescinde dal diritto societario e dal rapporto amministratori-azionisti per concentrarsi sul movimento dei prezzi e la loro formazione nel mercato dei capitali. L'illustre autore sposa la teoria secondo la quale i prezzi dei titoli contengono già tutte le informazioni rilevanti, a nulla importando che queste siano pubbliche o meno³⁵. In altri termini l'ingresso dell'*insider* nel mercato convoglia sul prezzo del titolo l'informazione di cui egli solo è

in possesso; pertanto un suo allontanamento coatto dal mercato mantiene artificialmente un prezzo « falso » del titolo stesso. Senza mettere in discussione il fondamento economico della suesposta tesi, vi è solo da chiedersi se non vi siano (o vi debbano essere) altri sistemi più trasparenti per trasmettere al mercato l'informazione, senza necessità di ricorrere ai profitti segreti degli *insider*.

Meritano infine di essere menzionate altre due giustificazioni della proibizione dell'*insider trading* le quali tuttavia appaiono meno convincenti della teoria dei « costi del mandato ».

Secondo la prima l'*insider trading* causa un ritardo nella pubblicazione delle notizie da parte delle società poiché è nell'interesse degli amministratori mantenere il segreto e profittare di esso il più a lungo possibile³⁶. L'argomento non resiste ad una verifica empirica dato che in genere agli *insider* è sufficiente un brevissimo tempo per sfruttare appieno le informazioni riservate.

La seconda giustificazione consiste nell'intento di evitare agli investitori un danno diretto dall'operazione dell'*insider*. Purtroppo l'economia di questo lavoro non consente di affrontare la problematica irrisolta dei danni civili da *insider trading*. Basti segnalare che né la dottrina, né la giurisprudenza americana sono state in grado, a dispetto delle interessanti teorie proposte da diverse parti³⁷, di in-

³¹ CALTRON & FISCHER, *The regulation of insider trading*, in 35 Stanford L. Rev. 857, 872 (1983).

³² CLARK, *op. cit.*, 275-280. Sull'eventualità di contratti tra privati per regolare l'*insider trading*, cfr. l'attenta analisi dei diversi interessi degli eventuali contraenti basata sulla corretta allocazione dei diritti proprietari sulle informazioni in HADDOK & MACEY, *A Coasian model of insider trading*, in Northwestern U.L. Rev. 1449 (1986).

³⁴ Cfr. GILSON & KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, in 70 Virginia L. Rev. 549, 634 in nota (1984); HAFT, *The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large corporation*, in 80 Michigan L. Rev. 1051, 1058 (1982).

³⁵ Si allude alla c.d. Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) nella sua forma « forte » su cui cfr. COX, *Financial information, accounting and the law*, 181-188; e GILSON & KRAAKMAN, *op. cit.*, 555.

³⁶ EASTERBROOK, *Insider trading, secret agents, evidentiary privileges and the production of information*, in Sup. Ct. Rev. 1981, 309; CLARK, *op. cit.*, 268-270.

³⁷ Cfr. soprattutto WANG, *Trading on material, non public information on impersonal markets: who is harmed and who can sue whom under SEC Rule 10b-5?*, in 54 S. Cal. L. Rev. 1217 (1981); KARJALA, *Statutory regulation of insider trading in impersonal markets*, in Duke L. J. 627 (1983).

dividuare con certezza quali siano gli investitori danneggiati e a quanto ammoniti il pregiudizio subito.

b) I dipendenti dell'impresa.

Non è agevole tracciare una linea di confine tra amministratori e dipendenti in relazione alla qualifica di *insider* rilevante per la proibizione di operare sui titoli della società. Una distinzione precisa tra le due categorie si impone se l'obbligo di rendere pubblica la notizia o di astenersi dal contrattare sulla sua base rientra tra i doveri degli amministratori verso la società e gli azionisti disciplinati dal diritto societario. In molti ordinamenti i dirigenti di impresa sono assoggettati alla stessa disciplina dei consiglieri di amministrazione, per cui nulla depone in contrario ad un'applicazione ad essi delle norme sull'*insider trading*. Gli altri dipendenti invece dovrebbero a rigore rimanerne estranei, salva peraltro l'applicazione di norme sugli obblighi di fedeltà tipo l'art. 2105 cod. civ.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti la conclusione esposta non si presenta affatto sicura. Sin dal caso *Texas Gulf Sulphur*³⁸ lavoratori subordinati in possesso di informazioni rilevanti sono stati condannati per *insider trading*. Anche la motivazione della sentenza *Winans*, come le motivazioni di tutte le sentenze che applicano la *misappropriation theory*, non è certo loro favorevole.

In Gran Bretagna la Sez. 1(1) della legge sull'*insider dealing* include gli impiegati tra le persone *connected* con la società, mentre in Francia — come nella formulazione della Proposta di Direttiva CEE — anche i dipendenti possono rientrare tra coloro che detengono informazioni privilegiate in ragione delle loro funzioni, i c.d. « iniziati di fatto ».

L'analisi economica offre argomenti pro e contro l'applicazione del divieto di *insider trading* ai dipendenti. Da una parte solo ai vertici dell'impresa le informazioni si aggregano e divengono rilevanti per il prezzo dei titoli, mentre a livelli più bassi esse sono generalmente frammentarie e difficilmente sfruttabili a fini speculativi. Dall'altra un permesso *insider trading* è suscettibile di in-

fluenzare l'efficienza interna dell'impresa ritardando la trasmissione verso l'alto delle informazioni³⁹.

c) I c.d. quasi-insider.

Esistono delle categorie di persone — generalmente dei professionisti — le quali sono con l'impresa in rapporti tali da entrare facilmente in possesso di informazioni riservate. Si pensi agli avvocati incaricati di trattare una fusione societaria, oppure alle banche facenti parte di un consorzio di collocamento dei titoli emessi dalla società, o ancora ai certificatori della contabilità dell'impresa.

Nel diritto americano è loro esteso dalla sopra menzionata nota a piè di pagina 14 del caso *Dirks* il divieto di *insider trading*. Anche il progetto di direttiva CEE nella sua formulazione letterale (art. 1) sembra coprire i *quasi-insider* come già accade certamente in Francia e in Gran Bretagna.

A prima vista la situazione dei *quasi-insider* non sembra dovere essere trattata diversamente da quella dei dipendenti. Così come il contratto di lavoro può richiedere a questi di mantenere la confidenzialità dell'informazione e di non utilizzarla a fini di lucro personale, così simili previsioni possono essere contenute nei contratti che legano quelli alla società, senza però che il diritto societario imponga loro alcunché.

Tuttavia, a prescindere dalla fonte contrattuale, il carattere fiduciario della relazione dei *quasi-insider* con la società è così marcato da non apparire del tutto peregrina l'interpretazione secondo la quale anch'essi sono dei mandatari degli azionisti.

Ma riconoscere che anche i *quasi-insider* sono soggetti al divieto di *insider trading* costituisce l'inizio dei problemi piuttosto che la loro risoluzione. Tale affermazione vale in particolare per gli intermediari finanziari.

Si esaminino il caso della banca di investimento il cui dipartimento di collocamento (*underwriting*) in procinto di offrire le azioni appena emesse di una società, venga a conoscenza del declino dei profitti di questa, prima della diffusione pubblica della notizia. La banca di investimento potrebbe già detenere nel proprio portafoglio altri titoli di quella società come potrebbe avere altri clienti che a loro volta possiedono i titoli in

³⁸ Vedi *supra*, n. 7.

³⁹ HAFT, *op. cit.*, 1053-1056 e 1060.

questione. Se alla banca non viene permesso di vendere soffrirà un danno nel momento in cui la notizia viene resa pubblica provocando la caduta del valore dei titoli. Ma, fatto ancora più grave, la banca violerà il proprio dovere fiduciario nei confronti degli altri clienti nel non comunicare loro le informazioni.

Negli Stati Uniti le banche di investimento, ai fini di ottemperare a direttive della SEC⁴⁰, creano al proprio interno delle c.d. muraglie cinesi tra i vari dipartimenti (o all'interno dello stesso dipartimento tra i vari impiegati) in modo che le informazioni relative ad una attività non vengano utilizzate in altri settori della banca. È facile immaginare quanto spesso tali barriere si rivelano inefficaci.

Sembra dunque che l'*insider trading* degli intermediari vada collocato nel più ampio contesto della disciplina del conflitto di interessi e della separazione delle attività di intermediazione di cui sono ben noti, in America come in Italia, i termini del dibattito⁴¹.

Più semplice la situazione degli avvocati obbligati da principi di etica professionale a non rivelare informazioni riservate e a non utilizzarle per il proprio personale beneficio⁴². Non può dirsi, in ogni caso, che essi soffrano dal divieto di *insider trading* un pregiudizio simile a quello della banca di investimento.

d) *I soggetti che ricevono notizie riservate dagli insider.*

La « *tip* » è la « *soffiata* » che consente a colui che la riceve di acquistare o vendere titoli prima che la notizia divenga di pubblico dominio. Generalmente i *tippee* sono parenti o amici dell'*insider* non legati all'investitore da alcun obbligo fiduciario. Nell'ordinamento statunitense, come in quello europeo eventualmente armonizzato dalla proposta di direttiva citata, il *tippee* diviene assoggettato all'obbligo di comunicare o astenersi in diretta conseguenza dell'esistenza dell'obbligo stesso in capo all'*insider-tipper* (che effettua la « *soffiata* »). Egli naturalmente è responsabile solo se a conoscenza del carattere riservato della notizia nonché della provenienza della stessa dall'interno della società⁴³.

Il motivo per cui si colpisce il *tippee trading* è che altrimenti la repressione del classico *insider trading* non risulterebbe

efficace, potendo l'*insider* sempre favorire altri⁴⁴. Naturalmente perché visia questo spostamento derivativo degli obblighi fiduciari è necessario — come indicato dal caso *Dirks* — che il soggetto obbligato in via « *originaria* » tragga vantaggio dall'aver comunicato l'informazione, vantaggio — come si è detto — non necessariamente di natura patrimoniale.

e) *Gli amministratori, i dipendenti, i quasi-insider di altra società ed i loro tippee.*

Si può essere consigliere di amministrazione di una società per azioni e liberamente operare in titoli di altra società. Tale affermazione incontra dei limiti quando la società di cui si è amministratori si trova in una particolare situazione rispetto a quella i cui titoli si intendono

⁴⁰ La quale già in *Cady, Roberts* aveva dichiarato essere l'obbligazione fiduciaria nei confronti degli azionisti della società da cui si sono ricevute le informazioni prevalente su quella nei confronti dei clienti. In *Slade v. Shearson, Hammil & Co.*, 517 F. 2d 398 (2d Cir. 1974) si pose il caso concreto dell'investitore danneggiato dal Chinese Wall poiché consigliato di acquistare da un impiegato non a conoscenza delle cattive notizie inerenti al titolo di cui sapevano altri dipartimenti della banca di investimento. Il caso non fu deciso avendo le parti raggiunto una transazione. Sulla muraglia cinese e altre tecniche per disciplinare l'*insider trading* degli intermediari (quali il porre un titolo emesso da una società di cui si svolgono funzioni di consulenza, per esempio ai fini di una fusione, su una lista ristretta di titoli non trattabili o comunque non consigliabili ai clienti) cfr. WEISS & SPOLAN, *Preventing insider trading*, in 19 Rev. Sec. & Comm. Reg. 233 (1986). Anche in Francia istituti simili al Chinese Wall sono stati raccomandati dalla Commission des Opérations de Bourse, cfr. Recommandation du 19 mars 1974, Brochure COB février 1975. In Gran Bretagna vi sono esenzioni dal divieto di *insider trading* per quegli intermediari quali i *jobbers* o i *market makers* che svolgono particolari funzioni.

⁴¹ Cfr. CONSOB, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, 30 aprile 1987, 31-37; MARCHETTI, *Problemi in tema di disciplina degli intermediari finanziari*, in Riv. soc., 1986, 15, in part. pp. 28-30.

⁴² Cfr. DOOLEY, *op. cit.*, 47.

⁴³ Oggi in Francia il coniuge del presidente, del direttore generale o del consigliere di amministrazione di società è considerato « *iniziato di diritto* », mentre altri *tippee* fuoriescono anche dalla definizione di « *iniziati di fatto* ». In Gran Bretagna la norma è sostanzialmente simile a quella statunitense post - *Dirks*. La proposta di direttiva CEE adotta una definizione estensiva di persona in possesso di informazioni riservate; l'art. 3 sancisce il divieto a carico delle persone indirettamente in possesso d'informazioni Cfr. Relazione sulla Proposta di Direttiva, 4-5 del dattiloscritto.

⁴⁴ Esiste comunque un'alternativa alla proibizione del *tippee trading* e consiste nel prevedere come violazione distinta dell'*insider* la comunicazione all'esterno di notizie riservate. Così prevede la Proposta di Direttiva CEE e la legge inglese (Cfr. Relazione alla Proposta di Direttiva 7 del dattiloscritto). Notevole controindicazione di questa alternativa è la possibile interruzione del flusso di informazioni verso gli analisti finanziari e quindi verso il mercato.

acquistare o vendere. Si pensi a due società in procinto di fusione o ad una offerta pubblica di acquisto delle azioni dell'una lanciata dall'altra.

Negli Stati Uniti, in seguito al caso *Chiarella* venne introdotta la Regola 14e-3 la quale proibisce a chiunque in possesso di informazioni riservate in relazione ad una OPA di acquistare titoli della società *target*, salve talune eccezioni a favore degli intermediari dotati di *Chinese Wall*⁴⁵.

Nella proposta di direttiva CEE anche questo caso sembra coperto dal combinato disposto dell'art. 1 con l'art. 6 il quale considera notizia rilevante quella concernente qualunque emittente, senza preoccuparsi della provenienza dall'emittente.

Va puntualizzato che la ragione della repressione di questo tipo di *insider trading* non è la stessa indicata *sub a*), ovverossia la disciplina dei comportamenti degli amministratori contrari agli interessi degli azionisti. Qui non intercorre alcuna relazione fiduciaria tra detentori di notizie riservate ed investitori. La situazione merita un proprio trattamento particolare in relazione agli interessi che, nell'ambito di una OPA o di altro tipo di acquisizione o fusione societaria⁴⁶, l'ordinamento si prefigge di tutelare, quali ad esempio quello dell'informazione e della parità di trattamento degli oblati da una parte, o della riservatezza dell'offerente prima di raggiungere la minima partecipazione percentuale rilevante dall'altra.

Se invece si prescinde dalla regolamentazione delle menzionate operazio-

ni, la categoria in questione rientra nel discorso di cui al seguente punto f).

f) *Gli outsider in possesso di informazioni riservate.*

Anche soggetti i quali non rientrano in alcuna delle categorie precedenti possono essere in possesso di informazioni riservate. Generalmente si tratta di *market information* la quale a differenza dell'*inside information* non è generata all'interno dell'impresa emittente i titoli ma è in grado lo stesso di influenzare il loro prezzo⁴⁷. Può comunque trattarsi anche di *inside information* in assenza però di *tip*.

L'« *outsider* » *trading* merita di essere colpito solo se si adotti una « filosofia » completamente diversa rispetto a quella esposta *sub a*) ed estesa alle categorie *sub b*), *c*), e *d*). Il ricorso ai tradizionali principi del diritto societario si appalesa insufficiente rispetto ai soggetti in questione. Questa diversa filosofia, fatta propria dalla SEC e da varie corti di merito americane, ma ampiamente criticata dalla Corte Suprema, consiste nel c.d. *market egalitarianism*. La *ratio* della norma sanzionatrice dell'*outsider* (e a maggior ragione anche dell'*insider*) *trading* starebbe nella protezione della parità delle posizioni di partenza di ogni partecipante nel mercato dei capitali. Nelle parole del giudice Blackmun nella sua opinione dissidente in *Chiarella*: « Le persone aventi accesso ad informazioni confidenziali che non sono legalmente disponibili agli altri in generale sono inibite dalla Regola 10b-5 dall'entrare in piani finalizzati allo sfruttamento del proprio strutturale vantaggio informativo attraverso operazioni sui titoli interessati »⁴⁸.

Le situazioni in cui può esservi un vantaggio informativo sono diverse. Con uno sforzo di semplificazione si possono ridurre a tre paradigmi tipici: il vantaggio ottenuto attraverso la propria analisi indipendente; il vantaggio ottenuto per caso (ascoltando per esempio una concitata conversazione telefonica del vicino presidente di una società); il vantaggio ottenuto fraudolentemente appropriandosi d'informazioni altrui (come nel caso *Winans*).

Un'applicazione rigorosa del *market egalitarianism* non ammetterebbe distinzioni di sorta, ma né la giurisprudenza né la dottrina americana si sono spinte così lontano. Ad impedire il risultato radicale

⁴⁵ Sul fenomeno delle scalate societarie negli Stati Uniti si vengano permessi di rimandare a RISTUCCIA, *Corsari e cavalieri bianchi: Fusioni ed acquisizioni societarie nell'America degli anni Ottanta*, in *Queste Istituzioni*, 1987, nn. 72-73, 15; cfr. anche BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. soc.*, 1987, 506.

⁴⁶ Ampio rischio di *insider trading* sussiste nel c.d. *leveraged buy-out*, l'operazione attraverso cui il *management* della società ne acquista, con un finanziamento in pratica garantito dal patrimonio della società stessa, anche la proprietà eliminando gran parte dell'azionariato pubblico.

⁴⁷ Cfr. *Report of the task force*, cit., 227; RISTUCCIA, *op. cit.*, 25. Sulla natura dell'informazione cfr. CORAPI, *Inside information*, cit., 695.

⁴⁸ 445 US 222, 231 (1980); cui *adde* CLARK, *op. cit.*, 355. La migliore esposizione della teoria del *market egalitarianism*, inteso come proibizione dello sfruttamento dei vantaggi informativi è offerta da BRUDNEY, *Insiders, outsiders and informational advantages under the federal securities laws*, in 93 *Harvard L. Rev.* 322 (1979).

della protezione assoluta della parità delle posizioni di partenza è determinante la salvaguardia degli incentivi a produrre e divulgare informazione, generalmente riconosciuti come fattore di incremento dell'efficienza del mercato. Ne deriva che la repressione dell'*outsider trading* deve — secondo i fautori della teoria in esame — estendersi fin dove non produca disincentivi alla ricerca dell'informazione⁴⁹.

Applicando il principio ai casi paradigmatici di cui sopra, è certamente salvo il lavoro indipendente degli analisti finanziari.

Maggiori dubbi esistono rispetto all'ascoltatore accidentale. La SEC ha tentato di ricomprenderlo tra i destinatari del divieto, ma i giudici le hanno dato torto⁵⁰. Né consta che in altri ordinamenti sia colpita questa situazione.

Colui che si appropria indebitamente di informazioni altrui, invece, non va incentivato, e pertanto il divieto di acquistare o vendere titoli in tal caso opera senza limiti. Questa è la spiegazione della *misappropriation theory* fornita dall'analisi economica.

g) In particolare i giornalisti.

Solo in questa prospettiva si comprende — seppur difficilmente si condivide — l'affermazione della Corte di Appello nel caso Winans, secondo la quale il « Wall Street Journal » avrebbe tranquillamente potuto operare sui titoli oggetto della rubrica « Heard on the Street » prima della pubblicazione, al contrario del giornalista Winans. Il giornale meriterebbe di essere incentivato nella raccolta e diffusione dell'informazione, non però il singolo dipendente del giornale.

Si noti tuttavia che giornale e giornalista sono incentivati a ricercare informazioni a prescindere da una possibilità di sfruttarle sul mercato dei capitali. La loro attività non è premiata dai profitti di speculazioni mobiliari bensì dai ricavi della vendita delle copie del giornale. Essi sono pertanto indifferenti a un divieto di comperare o vendere titoli⁵¹, così com'è indifferente il redattore di una *newsletter* finanziaria sostenuta dall'abbonamento dei lettori (analista finanziario puro senza rapporti di consulenza o di intermediazione con clienti).

Anzi la proibizione dello sfruttamento di notizie riservate per i soggetti di cui so-

pra potrebbe costituire per i fornitori di informazioni (in particolare le imprese) un motivo in più per comunicare con la stampa sapendola disinteressata sul piano speculativo. Detta proibizione non avrebbe tuttavia nulla a che vedere in quanto a *ratio* con quella diretta ai classici *insider* e basata sul diritto societario. Difficilmente poi può attribuirsi a giornali e giornalisti un'obbligazione fiduciaria nei confronti dei lettori, degli investitori o delle imprese da cui provengono le notizie⁵². Solo nella disciplina pubblicistica degli organi di informazione può trovare posto l'*insider trading* del giornalista.

Certamente la posizione dei giornalisti è tra le più difficili da regolamentare. Non a caso in Gran Bretagna, dove l'*insider dealing* è trattato dalla legge in maniera molto particolareggiata, è lasciata all'autodisciplina e agli ordini professionali la valutazione del comportamento di tali soggetti⁵².

Non vanno dimenticati tuttavia i pericoli connessi ad un uso non corretto della stampa specializzata (e non), i quali meriterebbero attenzione anche da parte del legislatore. Al di là dell'*insider trading* che di per sé non comporta travisamento dell'informazione, occorre menzionare i fenomeni di *scalping*, vale a dire di pubblicazione intenzionale di notizie false o fuorvianti per profittare del movimento nel prezzo dei titoli da essa provocato. Lo *scalping* è un esempio di manipolazione⁵³, un tipo di comportamento fraudolento spesso confuso con l'*insider trading* e, in Italia purtroppo, non sempre riconducibile al reato di aggrataggio.

RENZO RISTUCCIA

⁴⁹ BRUDNEY, *Insiders*, cit., 342; CLARK, *op. cit.*, 324; LEVMORE, *Securities and secrets: insider trading and the law of contracts*, in 68 Virginia L. Rev. 117, 132-142 (1982). Cfr. anche ALESSI, *op. cit.*, 952 e CARCANO, *op. cit.*, 745. Gli autori americani qui citati debbono comunque un tributo alle generali osservazioni sui doveri contrattuali di informazione e sugli incentivi a produrle di KRONMAN, *Mistake, disclosure, information and the law of contracts*, in 7 J. Leg. Stu. 1 (1978).

⁵⁰ SEC v. Switzer, 590 F. Supp. 756 (W.D. Okla, 1984).

⁵¹ KIMEL, *op. cit.*, 1567.

⁵² Cfr. Linee di condotta del « Press Council » di Londra per i giornalisti finanziari, in questa Rivista, 1987, 727, cui si è ispirato anche il Codice di autodisciplina dei giornalisti de « Il Sole-24 Ore », *ivi*, 725.

⁵³ Sulle differenze fra *insider trading* e manipolazione cfr. ZADRA, *Struttura e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano 1988. Per un caso di *scalping* negli USA cfr. Zweig v. Hearst Corp., 594 F. 2d 1261 (9th Cir. 1979).