

VINCENZO ZENO-ZENCOVICH

## PROFILI DI UNO STATUTO DELL'INFORMAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

**SOMMARIO:** 1. Circolazione dell'informazione e società dell'informazione. — 2. L'informazione economica. — 3. L'informazione finanziaria. — 4. Caratteristiche ed elementi dell'informazione finanziaria: a) La regolamentazione comunitaria; b) Le implicazioni costituzionali; c) L'abuso di informazioni riservate; d) (segue) La diffusione selettiva di informazioni; e) Informazione, disinformazione, reticenza; f) La denigrazione finanziaria. — 5. Conclusioni. **APPENDICE: La Carta dei doveri dell'informazione economica.**

### 1. CIRCOLAZIONE DELL'INFORMAZIONE E SOCIETÀ DELL'INFORMAZIONE.

Il tema dell'informazione economica<sup>1</sup> evidenzia nel modo più lampante la inadeguatezza delle correnti nozioni di « informazione » e della sistematica giuridica nella quale viene inserita.

\* Il presente scritto riproduce, con aggiornamenti e note, la relazione presentata al Convegno per il ventennale di « *Contratto e Impresa* » su « *Mercato finanziario e tutela del risparmio* » svoltosi a Gardone Riviera il 10 e 11 giugno 2005 ed i cui atti sono in corso di pubblicazione a cura di G. VISINTINI e F. GALGANO per i tipi della CEDAM.

<sup>1</sup> Il tema qui affrontato trova una attenzione da parte della dottrina generalmente concentrata su singoli aspetti che nel presente lavoro si cercano di collegare. È bene subito chiarire che qui non si affronterà l'importante fenomeno — ben studiato — dell'informazione all'interno di rapporti di tipo bilaterale, inquadrabili in un contesto variamente qualificabile come contrattuale o comunque obbligatorio, (nelle trattative, nell'esecuzione del contratto, nella società). Ci si concentrerà prioritariamente sulla comunicazione esterna, in *incertam personam*, che pre-

senta aspetti diversi, anche se, per via delle tecnologie e l'anonimizzazione degli scambi nei mercati finanziari, taluni confini tendono a offuscarsi. Fra le monografie più recenti v. E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino 2003; G. FIORI, *Corporate governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Milano 2003; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano 2003; A. DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli 2004.

Fra gli articoli v. R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur., comm.* 2002, I, 773; M. PINARDI, *La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario*, in *NGCC* 2002, II, 349; S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. e impr.* 2001, 1287; R. LENER, *La diffusione delle infor-*

A tutt'oggi, infatti, quando si parla di disciplina dell'informazione ci si riferisce ad una attività svolta dai c.d. mezzi di comunicazione di massa (stampa periodica, editoria cartacea, radio e televisione<sup>2</sup>) la quale trova nelle disposizioni costituzionali sulla libertà di espressione (in Italia l'art. 21) il proprio punto di riferimento apicale.

Tale inquadramento appare in parte riduttivo, in parte errato ed in parte anche fuorviante. Esso non trova conforto né nella realtà, né nelle scienze sociali od in quelle economiche, ed è frutto, in larga misura, della scarsa propensione del giurista a mettere il naso fuori dalle leggi e dai libri, e della auto-proclamata esclusività degli operatori dell'« informazione » tradizionale.

Se da una ventina d'anni a questa parte si parla di « società dell'informazione » non è perché essa sarebbe dominata dai *mass-media*, bensì perché l'informazione è diventata il bene — non materiale — di maggiore importanza e valore nelle società evolute e l'elemento sulla base del quale vengono effettuate tutte le scelte individuali, economiche, politiche<sup>3</sup>.

L'informazione viene prodotta, scambiata, accumulata, rielaborata; forma oggetto di negozi giuridici; determina l'insorgere di nuove professioni e specializzazioni.

Il balzo in avanti che ha portato a questa primazia dell'informazione è sicuramente da collegarsi allo sviluppo, straordinario, delle reti di telecomunicazioni, operanti con tecniche digitali (cioè quelle che sono alla base dell'informatica), e dunque naturalmente vocate alla trasmissioni di informazioni.

Prima della rivoluzione digitale l'informazione era necessariamente legata ad un supporto cartaceo, cui la trasmissione vocale poteva supplire solo per contenuti ridotti (una telefonata, un notiziario). Dopo, tutti i dati (e cioè le informazioni) sono digitaliz-

---

zazioni price sensitive fra informazione societaria e informazione riservata, in *Società* 1999, 142; V. SALAFIA, *L'informazione societaria e l'efficienza del mercato*, in *Società* 1999, 1029; A. NERVI, *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*, in *Riv. dir. comm.* 1998, I, 343. Si segnala per la sua novità il lavoro, ampiamente comparatistico, di G.M. MOGLIA-R. RISTUCCIA, *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato mobiliare*, in questa *Rivista* 1991, 9 che costituisce il primo tentativo di collegare la regolazione dei mercati finanziari con la disciplina dell'informazione economica.

Come si vede, peraltro, dal nome degli autori e dalla collocazione degli scritti, si tratta di un approccio prevalentemente civilistico e commercialistico, mentre risulta

assente un'altrettanto diffusa attenzione da parte degli studiosi del diritto pubblico.

Per una eccezione v. L. FERRARA, *Profili problematici della responsabilità della pubblica amministrazione per mancata o inesatta informazione*, in *Dir. pubb.* 2004, 747.

<sup>2</sup> Sul punto peraltro sono utili le riflessioni di A. PACE, *La locuzione « comunicazioni di massa » e la discutibile sua rilevanza giuridica*, in questa *Rivista* 1993, 1031.

<sup>3</sup> Si rinvia alle anticipatrici pagine di D. BELL, *The Coming of Post-Industrial Society*, Harper 1973; nonché a quelle di I. DE SOLA POOL, *Technologies of Freedom*, Belknap 1983 (trad. it. *Tecnologie di Libertà*, Torino 1995). Più di recente i lavori di M. CASTELLS, fra cui *The Rise of the Network Society*, Blackwell, 1996.

zati e dunque fruibili ovunque, sempre e, in principio, da chiunque. La produzione, lo scambio e il consumo di informazione sono cresciuti proporzionalmente con la diffusione ed interconnessione delle reti di comunicazione elettronica, fisse, mobili, satellitari, sia per il numero di persone raggiungibili e che possono avervi accesso, sia per la loro capacità trasmissiva idonea a veicolare in tempi più rapidi contenuti più ampi e più complessi (da semplici dati, ad immagini, a immagini in movimento di qualità audio-video crescente).

L'evoluzione ha avuto un effetto generale di dis-intermediazione: mentre tradizionalmente, per acquisire informazioni, i soggetti dovevano rivolgersi ad un intermediario — dalle agenzie di viaggio per gli orari di treni ed aerei, all'istituto di credito per il corso dei cambi o l'andamento dei titoli, all'esercizio commerciale per la disponibilità di un bene o il suo prezzo, alla biblioteca per un libro, ad un giornale per una notizia — ora chiunque può ottenere quell'informazione direttamente da chi la produce.

Gli effetti si manifestano non solo sul lato della domanda di informazioni, ma anche da quello dell'offerta, stimolando coloro che dispongono di informazioni rilevanti per la loro attività (imprese, enti, istituzioni pubbliche) a metterle a disposizione direttamente agli utenti e clienti. Mentre prima tale attività comunicativa era vincolata alla fisicità del luogo (« ufficio informazioni ») o del supporto (guida cartacea), ovvero dalla rigidità dei fattori della produzione (personale addetto alle relazioni con il pubblico), ora essa viene in gran parte realizzata attraverso strumenti telematici (« sito Internet »), abbattendo non solo frontiere nazionali ma anche barriere linguistiche<sup>4</sup>.

Parlare di « informazione » oggi significa tutto ciò, ovverosia dell'oggetto di un'attività nella quale miliardi di persone e centinaia di milioni di enti sono impegnati. Con una particolarità che non è sfuggita agli economisti: non solo vi sono connaturati « effetti di rete » (più è estesa la rete i soggetti che la utilizzano crescono in maniera più che proporzionale) ma anche significativi effetti moltiplicatori dovuti al fatto che l'utilizzatore di una informazione spesso la riutilizza creando nuove informazioni ovvero ri-indirizzandola ad altri soggetti.

## 2. L'INFORMAZIONE ECONOMICA.

In questo contesto il tema dell'informazione economica costituisce un esempio paradigmatico dell'evoluzione del quadro norma-

<sup>4</sup> V. l'ampia produzione scientifica di H.R. VARIAN sulla « *information economy* »: C. SHAPIRO-H.R. VARIAN, *Information Rules*, Harvard Business School Press 1998.

tivo. Se la nozione di informazione ha assunto una dimensione così ampia, anche l'inquadramento giuridico richiede una visione ampia che sia in grado di cogliere l'insieme del fenomeno, pur distinguendo le peculiarità.

Quali le premesse? Il presupposto è che le scelte dell'*homo oeconomicus* sono razionali e dunque si basano su informazioni corrette di cui il soggetto dispone. Secondo le teorie neo-classiche vi sarebbe una parità di conoscenze fra i partecipanti allo scambio. Le dottrine successive hanno evidenziato la fallacia dell'assunto mettendo in luce come uno dei principali fattori del potere contrattuale è rappresentato dall'asimmetria informativa. Il soggetto che non dispone delle informazioni deve acquisirle/acquistarle da soggetti in grado di colmare la sua lacuna (esperti, consulenti etc.)<sup>5</sup>.

Laddove l'asimmetria non è correggibile attraverso la fisiologia del mercato, interviene il legislatore imponendo obblighi informativi generalizzati ovvero specifici, volti a consentire al destinatario del prodotto o del servizio di scegliere con cognizione di causa. Tali informazioni riguardano in primo luogo la natura del bene ed il suo prezzo, ma ben presto si estendono agli aspetti più propriamente giuridici. Rapidamente la terra di nessuno che precedeva il contratto è stata minuziosamente regolamentata. Così come si stabiliscono i contenuti del bene o della prestazione (e dunque standardizzando l'informazione su di essi), allo stesso tempo si regola l'attività di comunicazione esterna delle imprese, di cui quella più appariscente è la pubblicità, disciplinandone modalità e forme e stabilendone, in taluni casi, la efficacia vincolante per chi la diffonde<sup>6</sup>.

Non sfugge che i punti di riferimento di questa impostazione sono tutti economici: l'attività comunicativa/informativa dell'impresa è vista come proiezione di quella produttiva ed è disciplinata come quest'ultima. Non ci troviamo — come direbbero gli americani — nel *market-place of ideas*, ma nel *market-place tout court*<sup>7</sup>.

Una delle conseguenze di questa impostazione è che le regole sull'attività comunicativa e informativa si applicano a tutti coloro che a tale attività contribuiscono. L'indice sintomatico è che la disci-

<sup>5</sup> Per l'analisi delle varie teorie sia consentito il rinvio a V. ZENO-ZENCOVICH-G.B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza e i suoi riflessi giuridici*, in questa Rivista 2002, 971.

<sup>6</sup> È sufficiente considerare l'evoluzione delle Direttive comunitarie in materia di contratti con i consumatori cominciando da quella primigenia sui contratti conclusi fuori dai locali commerciali (577/85) per

arrivare a quelle sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari (65/02) e sulle pratiche commerciali sleali (29/05) per cogliere il processo di legificazione.

<sup>7</sup> Il gioco di parole si trova anche nel saggio di D.E. LIVELY, *Securities Regulation and Freedom of the Press: Toward a Marketplace of Ideas in the Marketplace of Investment*, in 60 Wash. L. Rev. 843 (1985).

plina della pubblicità ingannevole si applica non soltanto agli inserzionisti ma anche ai c.d. mezzi che veicolano il messaggio<sup>8</sup>.

### 3. L'INFORMAZIONE FINANZIARIA.

Le considerazioni finora svolte valgono a maggior ragione per quella particolare informazione economica che è l'informazione finanziaria. E questo per una ragione semplice ma fondamentale: il valore di un elemento del mercato finanziario (una valuta, un titolo di credito o di debito e tutte le loro infinite variazioni) dipende dall'informazione che su di esso dispone il mercato. Come dicono gli economisti, il valore del titolo incorpora le informazioni sui suoi andamenti/rendimenti futuri<sup>9</sup>. I mercati finanziari dunque vivono di informazioni, senza le quali ogni scelta razionale viene vista come difficile se non impossibile, innalzando in maniera inaccettabile il rischio e l'azzardo<sup>10</sup>.

Un dato linguistico illumina la situazione: il termine « credito » indica non solo il rapporto obbligatorio o la sua titolarità (« titolo di credito »), ma anche l'affidabilità del soggetto. Il « credito di una impresa » non è solo la sua posizione finanziaria ma anche il suo status nel mercato. Accede al « credito » perché gode di « credito ». Ed è inutile dire che questo secondo significato dipende dalle informazioni che su quella impresa sono disponibili.

È dunque nel mercato finanziario che nasce la regolamentazione dell'informazione, da quella del socio a quella dell'investitore a quella del pubblico in generale affinando progressivamente gli strumenti e rendendo gli obblighi sempre più penetranti e diffusi. E, naturalmente, estendendoli dagli emittenti, agli intermediari, a tutti coloro che comunicano informazioni al mercato.

<sup>8</sup> V. art. 7, commi 3 e 10, D.Lgs. 25.1.1992, n. 74 di recepimento della Direttiva 450/1984 sulla pubblicità ingannevole.

<sup>9</sup> Il rapporto fra informazione e prezzo è ribadito dal 3 considerando della Direttiva 124/03: « Occorre accrescere la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, definendo in modo più preciso due degli elementi essenziali della definizione di informazione privilegiata, ossia il carattere preciso dell'informazione e l'importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti finanziari derivati connessi ».

<sup>10</sup> Il concetto è espresso in maniera quasi *naïf* nel 1 considerando della Direttiva 124/03 su *La definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privi-*

*legiate e la definizione di manipolazione del mercato: Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili ex ante. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili ex ante. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato ».*

Le ragioni di tale ipertrofia normativa vengono individuate in valori che nulla hanno a che vedere con la libertà di espressione dei soggetti prima citati: in primo luogo, e sopra tutto, la stabilità e integrità dei mercati finanziari<sup>11</sup> che spesso assurge a totem della regolazione finanziaria e a principio invocato apoditticamente ogni qualvolta si intende limitare una qualche attività privata<sup>12</sup>.

Connessi alla stabilità e all'integrità vi sono altri due principi speculari, la sicurezza degli investimenti (dunque principalmente il lato delle imprese) e la tutela del risparmio (e dunque il lato dei singoli i quali alimentano il mercato finanziario attraverso le risorse finanziarie non consumate)<sup>13</sup>. Ed ancora si staglia il prin-

<sup>11</sup> V. il considerando 36 della Direttiva 109/04 sugli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti richiama la « *necessità di garantire l'integrità del mercato attraverso un monitoraggio attento e reattivo dell'innovazione finanziaria* »; il considerando 2 della Direttiva 6/03 sull'abuso di informazioni privilegiate afferma che: « *Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati* »; e nello stesso senso si muove il considerando 12 « *La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato* »; v. poi il considerando 24: « *Una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato; al contrario, la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari* »; e infine il considerando 34: « *Il progressivo ampliamento dei mercati finanziari, i rapidi cambiamenti e la varietà dei nuovi prodotti e dei nuovi sviluppi impongono un'estesa applicazione della presente direttiva agli strumenti finanziari e alle tecniche relative, al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari comunitari* ». Nonché il 1 considerando della Direttiva 72/04 sulle prassi di mercato am-

messe, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette: « *I partecipanti al mercato devono operare con correttezza ed efficienza per non compromettere il regolare funzionamento dei mercati e la loro integrità. In particolare, le prassi di mercato che inibiscono l'interazione fra l'offerta e la domanda, limitando le opportunità di altri operatori di reagire a talune operazioni, possono mettere a rischio l'integrità dei mercati* ». La conseguenza è quasi tautologica ed è espressa sempre nel 1 considerando della Direttiva 125/03 sulla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse: « *L'integrità del mercato richiede un elevato grado di correttezza, onestà e trasparenza nella presentazione delle informazioni intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento* ».

<sup>12</sup> V. ad es. tutta l'impostazione, esplicita nei considerando, della Direttiva 46/00 sulla moneta elettronica (la quale già dal titolo insiste sulla « *vigilanza prudenziale* » sugli istituti che la emettono).

<sup>13</sup> V. il considerando 18 della Direttiva 71/03 sui prospetti informativi: « *Tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per incrementare la fiducia negli strumenti finanziari e contribuire quindi al corretto funzionamento e sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari* »; il considerando 36 della Direttiva 109/04 che indica come obiettivi la « *necessità di assicurare la fiducia degli investitori nei mercati finanziari promuovendo elevati livelli di trasparenza su tali mercati; necessità di garantire la coerenza con le altre norme della Comunità nel settore, in quanto l'a-*

cipio della concorrenza fra le imprese sia raccoglitrice di risparmio che erogatrice di credito, e fra le imprese che al mercato finanziario attingono attraverso l'emissione di strumenti di credito o di debito.

Le dimensioni della politica economica, della macro-economia appaiono dunque assolutamente prevalenti e l'attività — tutta l'attività — delle imprese viene vista in funzione del perseguimento di obiettivi proclamati e prefissati. Il triangolo delle relazioni è quello consueto della regolazione economica: libertà delle imprese, interessi all'integrità personale e patrimoniale degli utenti, preminenti interessi pubblici.

Emerge una lettura funzionale dell'attività di comunicazione finanziaria la quale è tutt'uno con la prestazione di servizi finanziari e deve essere coerente con la regolamentazione di questi ultimi.

Nel mondo dell'informazione finanziaria c'è — o ci dovrebbe essere — poco spazio per l'approssimazione: i dati devono essere veri, certi ed anzi certificati. Le metodologie per raccogliere, elaborare, presentare quei dati sono fissati da norme e da regole della scienza contabile<sup>14</sup>.

Formule vaghe quale « verosimiglianza », « verità del nucleo essenziale », « verità putativa » — che la giurisprudenza utilizza per assolvere da responsabilità i generici operatori dell'informazione politica, giudiziaria, cronachistica — sono bandite dal campo dell'informazione finanziaria<sup>15</sup>.

Altrettanto netta è la distinzione fra fatti ed opinioni, che una corrente dottrinale e giurisprudenziale vorrebbe riunire in una melassa inseparabile nella quale la soggettività ed opinabilità dell'espressione fra premio sull'oggettività dei dati economici. Le opinioni — che poi sono valutazioni, previsioni, prospettazioni devono — non possono non — basarsi su dati verificati con diligenza professionale e devono essere presentati con prudenza, termine aborrito dai comuni addetti ai mass-media<sup>16</sup>.

*simmetria informativa e la mancanza di trasparenza possono compromettere il funzionamento dei mercati e soprattutto nuocere ai consumatori e ai piccoli investitori»; il considerando 15 della Direttiva 6/03 « L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati ».*

<sup>14</sup> V. il 6 considerando della Direttiva 125/03: « Le raccomandazioni devono essere presentate in modo chiaro e accurato ».

<sup>15</sup> V. Direttiva 71/03, art. 5, comma 2, lett. d: sussiste responsabilità civile per la nota di sintesi se essa « risulta fuorviante, imprecisa o incoerente »; art. 15, comma 3: « Le informazioni contenute in un messaggio pubblicitario non devono essere imprecise o fuorvianti »; e comma 4: « tutte le informazioni (...) devono essere coerenti con quelle contenute nel prospetto ». E nella Direttiva 109/04 si parla (art. 4, comma 2, lett. c) e art. 5, comma 2, lett. c) di « quadro fedele » nella relazione annuale e in quella semestrale).

<sup>16</sup> Si v. ad es. l'obbligo (art. 6, comma 1, Direttiva 109/04) di fornire « una spiegazione degli eventi rilevanti (...) e



Le ragioni di ciò sono palesi e palesate: qui non sono a confronto attività di informazione al pubblico (la quale ricade sotto l'ombrello della protezione costituzionale della manifestazione del pensiero) e diritti individuali (reputazione, riservatezza, immagine etc.). I valori posti a base delle limitazioni sono meta-individuali, quelli che si sono sopra ricordati (stabilità e integrità dei mercati finanziari, tutela del risparmio, sicurezza degli investimenti, concorrenza).

In sintesi — forse rozza ma efficace — si può liberamente parlare male dei prodotti di una impresa, ma occorre stare attenti quando si illustra il suo bilancio o si valuta la sua quotazione di borsa giacché nel primo caso l'interesse contrapposto preminente è quello della singola impresa alla propria reputazione commerciale, nel secondo il regolare andamento dei mercati finanziari (ed infatti v. *infra* par. 4, lett. f)).

#### 4. CARATTERISTICHE ED ELEMENTI DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA.

Le considerazioni finora svolte consentono di offrire una lettura coerente di un insieme di elementi — legislativi, regolamentari, giurisprudenziali, di altre fonti — che potrebbero apparire sparsi e disomogenei.

Non è possibile in questa sede — in cui si mira a fornire i punti di riferimento del sistema — svolgere un esame analitico delle innumerevoli fonti su cui esso poggia.

Ci si limita dunque a selezionare alcuni aspetti che appaiono di maggiore rilievo ed interesse.

##### a) *La regolamentazione comunitaria.*

È scontato rilevare che il tema dell'informazione ai mercati è ormai tutto oggetto di una amplissima attività normativa dell'Unione Europea, sempre più intensa negli ultimi anni. A titolo esemplificativo si possono citare la Direttiva 6/03 sull'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato; la Direttiva 71/03 sul prospetto informativo per offerte pubbliche e l'ammissione alla

---

*la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell'emittente». Ma soprattutto l'art. 3, comma 1, della Direttiva 125/03: «Gli Stati membri assicurano che sia in vigore la regolamentazione appropriata per garantire che tutti i soggetti pertinenti assicurino con ragionevole diligenza: a) che i fatti vengano tenuti chiaramente distinti dalle interpretazioni, dalle valutazioni, dalle opinioni o*

*da altri tipi di informazioni non fattuali; b) che tutte le fonti siano attendibili ovvero che, qualora vi siano dubbi sulla loro attendibilità, ciò venga chiaramente indicato; c) che tutte le proiezioni, tutte le previsioni e tutti gli obiettivi di prezzo siano chiaramente indicati come tali e che siano indicate le principali ipotesi elaborate nel formularli o nell'utilizzarli».*



negoiazione di strumenti finanziari; le Direttive 124 e 125/03 di attuazione della Dir. 6/03; il Regolamento 809/04, di esecuzione della Direttiva 71/03; la Direttiva 72/04 sulle prassi di mercato ammesse; la Direttiva 109/04 sugli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti di valori mobiliari.

La premessa è ovvia: in un mercato unico — soprattutto in quello finanziario nel quale è naturale che i capitali si spostino con grande facilità e a seconda delle convenienze ed opportunità — la disciplina deve essere unica. L'interazione fra informazioni e mercato è costantemente ribadita: la manipolazione del secondo avviene in maniera significativa attraverso la manipolazione delle prime<sup>17</sup>. Uno degli strumenti attraverso i quali tale risultato si realizza sono le ricerche sugli strumenti finanziari o la diffusione di informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimenti purché non si fondino su dati di dominio pubblico<sup>18</sup>. La normativa europea tiene conto — ed anzi ha come presupposto — lo sviluppo dei mezzi di comunicazione i quali consentono maggiore e più equilibrato accesso alle informazioni finanziarie ma accentuano il rischio che si diffondano informazioni false ovvero fuorvianti<sup>19</sup>.

L'obiettivo è, al contrario, quello di accrescere la fiducia negli strumenti finanziari attraverso la divulgazione di informazioni le quali costituiscono un fattore chiave della tutela degli investitori. Per fare ciò è importante non solo l'adequatezza, la tempestività, la obiettività e l'affidabilità, ma anche la forma in cui esse vengono divulgate, di modo che siano facilmente analizzabili e comprensibili, attraverso un documento di sintesi (la Direttiva 71/03 precisa: non superiore alle 2500 parole) redatto in « un linguaggio non tecnico ». È naturale che tutto ciò si rifletta, *à rebours*, sulle società e sulla comunicazione dei propri risultati al pubblico.

Emerge così un « dovere di informazione » generalizzato, di cui si specificano tempi e modalità, volto ad assicurare il valore della « trasparenza societaria ». I principali dati da comunicare sono,

<sup>17</sup> Oltre ai richiami retro nt. 11, v. nella Direttiva 71/03 il considerando 21: « L'informazione è un fattore chiave della tutela degli investitori »; come pure il 4 considerando della Direttiva 125/03: « Le raccomandazioni di investimento che possono costituire la base di eventuali decisioni di investimento devono essere elaborate e diffuse con la massima cura, in modo da non indurre in errore i partecipanti al mercato ».

<sup>18</sup> V. Direttiva 6/03, considerando 22: « Gli Stati membri dovrebbero poter scegliere il metodo più adeguato per la regolamentazione inerente alle persone che producono o diffondono ricerche riguar-

danti gli strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari o le persone che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimenti, compresi i meccanismi appropriati di autoregolamentazione, che dovrebbero essere notificati alla Commissione ».

<sup>19</sup> V. Direttiva 6/03, considerando 25: « I moderni mezzi di comunicazione permettono di garantire una maggiore equità nell'accesso alle informazioni finanziarie tra i professionisti dei mercati finanziari e gli investitori individuali, ma accentuano anche il rischio che si diffondano informazioni false ovvero fuorvianti ».

ovviamente, quelli contabili, quelli sulle partecipazioni e sui sindacati di voto, da rendere disponibili anche attraverso le moderne tecnologie telematiche e la costituzione di specifiche reti elettroniche.

Questi dati sono ritenuti essenziali non solo per il corretto funzionamento del mercato dei titoli (di credito o di debito o di altri strumenti) delle emittenti, ma anche per favorire la partecipazione da parte degli azionisti.

La vigilanza sul rispetto degli obblighi di informazione al pubblico è affidata ad una autorità nazionale centrale la quale non solo verifica l'adeguatezza e la conformità delle informazioni, ma può anche ordinare che esse vengano integrate o corrette o, comunque, comunicate<sup>20</sup>; e adotta sanzioni nel caso di violazioni<sup>21</sup>.

Tradizionalmente tutto quanto si è finora descritto rientra nella disciplina del diritto delle società e dei mercati finanziari. Ma è facile cogliere l'incidenza sul generale « diritto dell'informazione ». Una parte consistente della collettività — imprese, professionisti, operatori finanziari — può ed anzi deve comunicare al pubblico taluni dati ed analisi secondo una dettagliata disciplina sull'*an*, sul *quando*, sul *quomodo*.

#### b) *Le implicazioni costituzionali.*

Si è indicato come la disciplina dell'informazione economica e quella finanziaria in particolare, appare governata da principi ben diversi da quelli comunemente invocati nel caso dell'informazione tradizionale.

È legittimo — e doveroso — chiedersi se tale indicazione trovi riscontri nel dibattito e nella riflessione costituzionale. Si offrono qui letture non sempre coincidenti.

i. La Corte Costituzionale italiana si è occupata del tema in due occasioni. Con la sentenza 20 maggio 1976, n. 123<sup>22</sup> ha dichiarato infondata la questione di costituzionalità sull'art. 501 c.p. (aggiotaggio) per un ipotizzato contrasto con l'art. 21 Cost. La norma impugnata prevedeva (nel testo all'epoca vigente) che « *chiunque, al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclu-*

<sup>20</sup> V. Direttiva 109/04, art. 24, comma 4 lett. c).

<sup>21</sup> V. Direttiva 109/04, art. 24, comma 4, lett. h) che attribuisce il potere di « *ap- purare che le informazioni di cui alla pre-*

*sente direttiva siano stilate conformemente al pertinente quadro di presentazione fis- sato per le stesse e prendere le misure ap- propriate nel caso si accertino violazioni* ».

<sup>22</sup> In Foro it. 1976, I, 2080.

sione fino a tre anni e con la multa non inferiore a lire centoventimila ». Secondo il giudice *a quo* l'interesse al buon andamento dell'economia nazionale non aveva un rilievo costituzionale e dunque non giustificava l'imposizione di limiti alla libera manifestazione del pensiero. Al che la Corte, rigettando la questione, argomenta che « Come più volte è stato ribadito da questa corte la libertà di manifestazione del pensiero trova i suoi limiti non solo nella tutela del buon costume ma anche nella necessità di proteggere altri beni aventi rilievo costituzionale. La tutela penale tende a che non sia compromesso, mediante una determinazione fraudolenta dei prezzi o delle quotazioni, l'interesse economico legato alla circolazione e allo scambio delle merci o dei valori; si tratta non tanto degli interessi dei singoli operatori economici, bensì dell'interesse pubblico a che i prezzi di mercato si formino per il naturale giuoco delle forze economiche o per il legittimo intervento delle pubbliche autorità, l'uno e l'altro non dolosamente falsati. Entra così in gioco l'economia pubblica la cui tutela non può dirsi estranea al contenuto e allo spirito della Costituzione. Invero, l'art. 41 pur riconoscendo la libertà di iniziativa economica privata stabilisce che essa non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, la quale ha anche un contenuto economico (sent. nn. 5 e 54 del 1962 e 30 del 1965). Aggiungasi che l'art. 501 trova riscontro anche nell'art. 47 Cost. nelle parti in cui si pongono fra i fini della Repubblica l'incoraggiamento e la tutela del risparmio; la disciplina, il coordinamento e il controllo dell'esercizio del credito, il favore per il diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese ».

Successivamente la Corte è tornata sull'argomento, con la sentenza 8 marzo 1983, n. 73<sup>23</sup>, relativa all'art. 98 della L. 7 marzo 1938, n. 141 che disciplinava il reato di c.d. aggioaggio bancario (« Chiunque divulghi, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose circa aziende esercenti il credito, atte a turbare il mercato dei titoli e dei valori, o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale »). È interessante osservare che già nel sollevare la questione il giudice remittente evidenziava come la sanzione di notizie false, esagerate o tendenziose non contrastasse con il diritto di manifestazione del pensiero purché fosse diretta a tutelare interessi di rilievo costituzionale.

Secondo il giudice *a quo*, però, l'art. 98 proteggeva unicamente il buon nome delle aziende di credito e pertanto era in contrasto con l'art. 21 Cost.

<sup>23</sup> In *Foro it.* 1983, I, 1515, con nota di N. MAZZACUVA, *Bene giuridico tutelato*

*ed elemento soggettivo del reato in materia di aggioaggio bancario.*

La Corte Costituzionale non accoglieva tale interpretazione e statuiva: « *Ora, non può essere dubbio che il cit. art. 98 l.b. abbia per oggetto proprio la tutela dell'attività delle aziende di credito, come inequivocabilmente si evince dalla previsione normativa che esige, per la sussistenza del reato, la divulgazione di notizie circa le stesse aziende, tali da incidere negativamente su detta attività, in quanto idonee a turbare il mercato dei titoli e dei valori, ovvero a diffondere il panico nei depositanti oppure, infine, a incrinare quel rapporto di fiducia che è indispensabile nei rapporti tra istituti bancari e clienti.*

*L'oggetto della tutela penale non consiste quindi nella mera reputazione delle singole aziende, considerata come un bene individuale ed esclusivo di esse, ma si sostanzia nell'interesse pubblico al normale e regolare esercizio del credito e quindi concerne quell'interesse espressamente indicato e tutelato dall'art. 47 della Costituzione. Interesse che, come è stato precisato nella cit. sent. n. 123 del 1976, risulta strettamente collegato all'economia pubblica, in quanto nel moderno sistema economico l'attività bancaria costituisce una notevole forza d'impulso dell'economia stessa ed è perciò che la legge la disciplina compiutamente, affidando ad organi statali poteri non soltanto di vigilanza, ma anche di direzione in relazione alle esigenze della contingente e sempre mutevole situazione finanziaria nazionale. Né intuitivamente alcun rilievo può avere al riguardo l'art. 10 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, di cui è stata autorizzata la ratifica in Italia con l.4 agosto 1955 n. 848, essendo evidente che nelle limitazioni indicate nel secondo comma deve logicamente comprendersi anche la pubblica economia, la quale costituisce un bene essenziale per tutti gli ordinamenti statuali ».*

Non sfugge che, anche a volersi attenere ad una lettura formale del disposto normativo, i connotati della « esagerazione » e della « tendenziosità » sono tipici della comunicazione ordinaria e sono latamente scriminati dalla giurisprudenza. Nella giurisprudenza costituzionale la loro illiceità viene corroborata anteponendo all'art. 21 Cost. l'art. 47 Cost.

ii. La Corte Suprema degli Stati Uniti con la sentenza *Lowe v. Securities and Exchange Commission* del 1985<sup>24</sup> ha affrontato una

<sup>24</sup> 472 US 181 (1985). Fra i tanti commenti v. *Financial Columnists as Investment Advisers: After Lowe and Carpenters* [D.B. Levant], in 74 Calif. L. Rev. 2061 (1986). Sui prodromi del caso v. *Lowe v. SEC: The First Amendment Status of Investment Advice Newsletters* [C.E. Garver], in 35 Am. U.L. Rev. 1253 (1986); e *SEC v. Lowe: The Constitutionality of*

*Prohibiting Publication of Investment Newsletters Under the Investment Advisers Act* [I.D. Norquist], in 69 Minn. L. Rev. 937 (1985). Sugli sviluppi v. *The Right to a Free Press and the Regulation of Securities Newsletters: The Controversy Continues* [P.J. Miller] in 56 U.Cin. L. Rev. 1445 (1988).

questione simile. La SEC aveva inibito ad un ex consulente finanziario (Lowe) di pubblicare un bollettino quindicinale contenente consigli ed analisi finanziarie. Secondo la SEC la pubblicazione violava l'Investment Advisers Act del 1940.

Tale legge assoggetta a controllo della SEC ogni attività di consulenza finanziaria effettuata tanto direttamente che attraverso pubblicazioni. Dalla previsione sono tuttavia esclusi gli editori, in buona fede, di quotidiani, periodici o pubblicazioni finanziarie a diffusione generale e regolare. Secondo il giudice di primo grado la pubblicazione di Lowe rientrava nelle eccezioni legislative ma la Corte d'Appello aveva riformato la decisione convalidando l'inibitoria della SEC.

La Corte Suprema annullava tale sentenza ritenendo che il bollettino edito da Lowe rientrasse nell'eccezione e costituisse dunque una forma di manifestazione del pensiero libera e protetta dal 1° Emendamento. L'opinione della maggioranza contiene peraltro alcuni *obiter dicta* significativi, in particolare laddove sottolinea come il pericolo di frode o inganno — che la legge mira a contrastare — sono presenti nelle comunicazioni finanziarie inter-personali, ma non in pubblicazioni dirette al pubblico in generale. Una lettura non interamente condivisa dalla *concurring opinion* dei giudici White, Burger e Rehnquist secondo cui sono costituzionalmente legittime limitazioni alla diffusione di informazioni finanziarie (qualificate come « commercial speech ») purché gli interventi siano mirati, restrittivamente, alla protezione di un legittimo interesse pubblico che nel caso consiste nell'evitare che gli investitori possano rimanere vittime di persone prive di scrupoli.

Come si vede l'approccio dei giudici costituzionali americani è analogo a quello italiano: occorre individuare e bilanciare gli interessi superiori in gioco. Ma mentre negli Stati Uniti prevale il 1° Emendamento, in Italia prevale l'art. 47 Cost.<sup>25</sup>.

iii. Una disposizione italiana analoga a quella esaminata dalla Corte Suprema si rinveniva nell'art. 25 della L. 2 gennaio 1991, n. 1 sulla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, secondo cui « 1. *L'offerta o la commercializzazione di servizi, realizzati mediante strumenti informatici e telematici, aventi*

<sup>25</sup> Sulla difficoltà di segnare il confine fra regolazione dell'attività economica e limitazione alla libertà di espressione v. il caso *Taucher v. Brown-Hruska* deciso dalla DC Court of Appeals (28.1.2005) (l'opinione della maggioranza è stesa dall'attuale Chief Justice, John Roberts). Ma v. pure il caso *SEC v. Park* (99 F. Supp. 2d 889 — N.D. Illinois 2000) ed il (critico) commento *Once in Doubt* in 110 *Yale L.*

*J.* (2000). V. pure R.I. MILLER-M.R. YOUNG, *Financial Reporting and Risk Management in the 21<sup>st</sup> Century*, in 65 *Fordham L. Rev.* 1987 (1997); A.G. ESTREICHER, *Securities Regulation and the First Amendment*, in 24 *Ga. L. Rev.* 223 (1990); H.N. BUTLER-L.E. RIBSTEIN, *Corporate Governance Speech and the First Amendment*, in 43 *Kan. L. Rev.* 163 (1994).

*per oggetto la diffusione al pubblico di dati concernenti i corsi, le quantità scambiate, le condizioni di domanda ed offerta relative alle negoziazioni di valori mobiliari trattati dai mercati regolamentati ai sensi della presente legge sono soggette ad autorizzazione qualora ritenga che, in relazione alle modalità di acquisizione ed elaborazione dei dati ovvero alla natura ed ai fini del servizio offerto o commercializzato, sussista il rischio che i dati stessi non siano veritieri ovvero siano tali da indurre in errore i destinatari. 2. Trimestralmente la CONSOB pubblica nel proprio bollettino l'elenco e le caratteristiche, incluse le modalità di accesso, dei servizi di cui al comma 1 autorizzati fino a quella data. 3. Chiunque, senza aver ottenuto l'autorizzazione, offre o commercializza i servizi di cui al comma 1 è punito a norma dell'art. 14». Le sanzioni richiamate prevedevano reclusione, multa ed interdizione.*

Potevano legittimamente sollevarsi dubbi sulla costituzionalità di siffatto controllo da parte di una autorità amministrativa in particolare laddove la concessione o revoca dell'autorizzazione dipendeva dal mero « rischio » di non veridicità o ingannevolezza dei dati diffusi<sup>26</sup>. Ovviamente il parametro di legittimità era quello di cui al secondo comma dell'art. 21 secondo cui la stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure. Non si è mai giunti ad una verifica sulla costituzionalità della norma, che è stata poi abrogata dall'art. 66 del D.Lgs. 23.7.1996, n. 415. Tuttavia non è mancato chi abbia fatto presente come essa sia frutto di non corretta trasposizione della Section 11A della Securities Exchange Act americano del 1934 che riguarda la diffusione dei dati in regime di monopolio, ma non l'ulteriore ridiffusione<sup>27</sup>.

iv. La preoccupazione delle possibili implicazioni costituzionali investe anche il legislatore comunitario laddove al considerando 44 della Direttiva 6/03 (quella che più direttamente riguarda l'attività di diffusione delle informazioni finanziarie) afferma che « *La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti segnatamente dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, in particolare l'articolo 11, nonché l'articolo 10 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali. A questo riguardo, la presente direttiva non impedisce in alcun modo agli Stati membri di applicare le loro norme costituzionali in ma-*

<sup>26</sup> Sia consentito il rinvio a V. ZENO-ZENCOVICH, *Mercato mobiliare e sistemi di informazione telematici: spunti critici e dubbi di costituzionalità*, in questa Rivista 1991, 767.

<sup>27</sup> V. R. LENER, *La nuova disciplina dell'offerta di servizi informatici e telematici di borsa*, in questa Rivista 1992, 43; e

in precedenza Id., *I provvedimenti della Consob in materia di sollecitazioni « televisive » del pubblico risparmio*, ivi 1991, 49. Sul quadro, aggiornato, v. D. LUCARINI ORTOLANI, *L'Internet nella intermediazione finanziaria*, ivi, 2003, 21; M. STELLA RICHTER, *Prime osservazioni su intermediazione finanziaria ed Internet*, ivi 2000, 435.



teria di libertà di stampa e di libertà d'espressione nei mezzi di informazione »<sup>28</sup>.

c) *L'abuso di informazioni riservate.*

Il tema del c.d. *insider trading* è sicuramente quello maggiormente studiato partendo da una diffusa regolamentazione che, avviata negli Stati Uniti, si è diffusa in tutta Europa.

Non è questa la sede per una dettagliata disamina della disciplina<sup>29</sup> quanto per trarne alcune considerazioni rilevanti ai fini del tema qui trattato.

i. La disciplina dell'*insider trading* conferma — qualora ve ne fosse bisogno — l'enorme valore economico dell'informazione finanziaria tanto per chi ne dispone — e quindi può trarne profitto — quanto per chi non ne dispone — e dunque potrebbe andare incontro a perdite.

ii. L'informazione economica, in quanto elemento essenziale del mercato finanziario, è assoggettata ad un generale regime di trasparenza, imponendo ai detentori della stessa di darne comunicazione senza discriminazioni.

iii. Fra creatore (o destinatario privilegiato) dell'informazione e informazione stessa viene a crearsi una relazione di incompatibilità, nel senso che egli non può avvalersene.

iv. La disciplina delle informazioni riservate considera queste come un prodotto per il quale si fissano tutte le modalità di circolazione ed uso.

v. La disciplina tocca uno degli aspetti più rilevanti dell'attività di comunicazione di massa e cioè la relazione — che viene regolamentata e circondata da sanzioni — con le fonti di informazioni.

d) (segue) *La diffusione selettiva di informazioni.*

Quanto appena detto trova applicazione nell'estensione della tradizionale disciplina dell'*insider trading* alla « diffusione selettiva » delle informazioni finanziarie.

Significativa in tal senso è la « Regulation Fair Disclosure » introdotto dalla Securities and Exchange Commission nel 2000 per contrastare il fenomeno, assai diffuso, degli emittenti di comuni-

<sup>28</sup> E la stessa formula è ripetuta all'11 considerando della Direttiva 125/03.

<sup>29</sup> La letteratura sul punto è ormai amplissima: ci si limita a rinviare alle voci di A. BARTALENA in *Dig. Comm.*, vol. VII, p. 399, Torino 1992 e all'Aggiornamento, vol. I, *ivi* p. 408, Torino 2000; P. CARBONE,

*Tutela civile del mercato e insider trading*, voll. I e II, Padova 1993; nonché Id., *Insider trading (profili civilistici)*, in *Enc. dir.*, vol. aggiorn. II, p. 417, Milano 1998; A. DI AMATO, *Insider trading*, in *Enc. dir.*, vol. aggiorn. I, 677, Milano 1997.



care le informazioni che li riguardano solo a taluni analisti, escludendo coloro che, in passato, hanno espresso giudizi negativi sui loro titoli. Partendo dall'assunto secondo cui la diffusione selettiva non si differenzia dall'*insider trading* lo scopo della *Regulation FD* è di assicurare che nel momento in cui una informazione viene diffusa essa lo sia a tutti, attraverso tutti gli strumenti, anche elettronici, disponibili<sup>30</sup>.

Il principio viene raccolto dalla Direttiva 6/03 sulle informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato la quale stabilisce (Considerando 24) che « *Una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato; al contrario, la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari. Gli operatori economici professionisti dovrebbero dare il loro contributo all'integrità del mercato con diversi strumenti* ».

Il divieto di diffusione selettiva accentua il tasso di controllo pubblico sulla circolazione dell'informazione trasformandola da bene individuale a *res communis omnium*. Chi dispone dell'informazione non solo non può usarla per proprio profitto, ma nemmeno può attribuirla a taluni terzi con preferenza rispetto ad altri.

#### e) *La legge sulla « trasparenza dei mercati ».*

Quanto finora illustrato viene introdotto nell'ordinamento italiano attraverso la L. 18 aprile 2005, n. 62 (c.d. « legge comunitaria » per il 2004) la quale all'art. 9 procede direttamente (senza dare delega al governo) al recepimento delle Direttive 6, 124 e 125/03 che si sono diffusamente illustrate in precedenza.

La tecnica utilizzata è quella di apportare sostanziali modifiche al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. TUIF).

I punti che interessano sono:

i. la nuova disciplina penale dell'*insider trading* (art. 184 TUIF)<sup>31</sup>;

<sup>30</sup> Analoghe disposizioni sono adottate dalla Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Sul punto v. la NOTE, *A Bear Market for Freedom of Speech. The First Amendment and Regulation of Commodity Trading Advisers under the Commodity Exchange Act*, in 76 Wash U. L.Q. 1121 (1998).

<sup>31</sup> (*Abuso di informazioni privilegiate*). — 1. È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo

in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica tali

ii. l'introduzione della nuova disciplina dell'agiotaggio finanziario (già contenuto nell'art. 181) che diventa il reato di « manipolazione del mercato » (art. 185 TUIF)<sup>32</sup>;

iii. l'adeguamento del sistema delle sanzioni amministrative alle nuove fattispecie di condotte illecite (art. 187-bis e ss. TUIF);

iv. all'interno del sistema delle sanzioni amministrative un ruolo particolare assume — ai fini del tema qui trattato — l'art. 187 ter. ai suoi commi 1 e 2: « Art. 187-ter. — (Manipolazione del mercato). — 1. *Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso INTERNET o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.* 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.* ».

Come si vede le disposizioni riguardano « chiunque » (e dunque tutti gli operatori dell'informazione), ed in modo particolare, al secondo comma, i giornalisti. Qui la rigidità e puntualità delle disposizioni comunitarie è stata attenuata da una « carta dei doveri dell'informazione economica » approvata dal Consiglio nazionale dell'Ordine dei giornalisti l'8 febbraio 2005<sup>33</sup>.

Il tempo trascorso è troppo breve per effettuare una seria ricognizione. Una visione approssimata non sembra tuttavia evidenziare significative modifiche nelle prassi informative.

informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a). 2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1. 3. 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. 4. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti

finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).

<sup>32</sup> (Manipolazione del mercato). — 1. 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. 2. 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.

<sup>33</sup> Vedila riportata in Appendice.

f) *Informazione, disinformazione, reticenza.*

In un quadro generale di obblighi informativi disciplinati si crea uno stretto collegamento teorico e pratico con l'amplissima riflessione, svolta in tutti gli ordinamenti giuridici occidentali, sulla responsabilità precontrattuale. Lì il punto è quello dell'esistenza di generali obblighi di informazione nella formazione del rapporto contrattuale, oscillando le soluzioni tra la più trasparente comunicazione (in Francia un « *devoir de conseil* », in Germania il principio di buona fede) e l'economicistica scelta di *common law* che pone in capo al contraente l'onere di informarsi preventivamente (*caveat emptor*). Quest'area dagli incerti confini e contenuti è stata progressivamente normativizzata quanto meno nell'area europea — ponendo crescenti ed imperativi obblighi di informazione pre-contrattuali nei casi ritenuti di maggiore asimmetria (impresa-consumatore, medico-paziente).

Vi è una significativa analogia con il problema dell'informazione al mercato. È pur vero che questa viene vista prevalentemente nella sua dimensione pubblicistica e macro-economica (quel che interessa è la stabilità ed integrità del mercato, più che la tutela del patrimonio del singolo investitore) e tuttavia è facile cogliere le implicazioni inter-individuali degli obblighi imposti.

i. Nella sua dimensione più risalente si può considerare il fenomeno delle false comunicazioni sociali (art. 2621 c.c.) in cui la tutela tanto penale che civile è indirizzata sia ai soci che al pubblico. L'intento è chiaro e tuttavia l'approccio risente fortemente del contesto penalistico, sottoponendo l'applicabilità della norma all'esistenza di un dolo specifico (l'intento di ingannare e il fine di ingiusto profitto).

ii. Il passo ulteriore è rappresentato dalla rilevanza di condotte meramente colpose — e dunque negligenti (mancato rispetto delle regole tecniche di rappresentazione dei dati aziendali e contabili). L'obbligo di informazione diventa in tal modo una prestazione professionale la cui conformità al parametro normativo è valutata attraverso indici esterni fissati da non giuristi.

iii. Poiché tuttavia la falsità delle informazioni emerge solo dopo che il danno è stato arrecato e il principale soggetto responsabile è insolvente, si assiste ad una generale estensione degli obblighi in capo ad altri soggetti, in particolare coloro che avevano un obbligo, privato o pubblico, di verificare e certificare le informazioni al mercato<sup>34</sup>. I casi sono frequenti e comuni a diversi ordinamenti: si pensi alla condanna della CONSOB per il crack Cul-

<sup>34</sup> Il tema era stato affrontato nell'ormai classico lavoro di G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione*

*societaria e tutela degli investitori*, Milano 1986.

trera (Cass. 3 marzo 2001, n. 3132)<sup>35</sup>, alla decisione della House of Lords nel caso *Three Rivers v. Bank of England* per l'accertamento di eventuali responsabilità di quest'ultima nel fallimento della BCCI<sup>36</sup>, alla giurisprudenza sulle società di revisione (Cass. 18 luglio 2002, n. 10403)<sup>37</sup>. Quel che va evidenziato è che l'inosservanza degli obblighi si può configurare anche come concorso nella menzogna e reticenza altrui. Nel processo di « produzione » dell'informazione chi viene meno ai doveri che su di lui gravano è tenuto a rispondere del « prodotto difettoso ».

iv. Peraltro alcuni soggetti, per la loro posizione di controllo, sono investiti di funzioni fide-facienti creando dunque legittimo affidamento nel pubblico dei risparmiatori. È il caso di accertamento di responsabilità in capo al Ministero dell'Industria italiano per un comunicato che affermava — colpevolmente — la regolarità dell'attività di raccolta di risparmio da parte di un intermediario (Cass. SS.UU. 27 luglio 1998, n. 7339)<sup>38</sup>.

v. Ma la funzione fide-facente è estesa anche a soggetti privati i quali svolgono un ruolo decisivo nei mercati finanziari, come ad es. le c.d. « agenzie di rating » che sulla base di una serie di parametri individuano e diffondono la classificazione dell'affidabilità finanziaria degli emittenti<sup>39</sup>.

<sup>35</sup> La decisione è pubblicata, commentata, in numerose riviste: in *Foro it.* 2001, I, 1139 con nota di A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*; in *Giust. civ.* 2001, I, 907, con nota di G. GIACALONE, *Prospetto non veritiero e responsabilità della CONSOB*; in *Mondo bancario* 2001, fasc. 3, 60, con nota di F. CAPRIGLIONE, *Poteri dell'autorità giudiziaria in presenza di azioni per danni nei confronti della CONSOB*; in *Resp. civ. prev.* 2001, 562, con nota di R. CARANTA, *Responsabilità della CONSOB per mancata vigilanza e futuri problemi di giurisdizione*; in *Cons. stato* 2001, II, 1829, con nota di P. CARNEVALE, *Brevi considerazioni sui poteri delle autorità vigilanti indipendenti e in particolare della CONSOB*; in *Società* 2001, 565, con nota di P. ANELLO-S. RIZZINI BISINELLI, *Responsabilità della CONSOB per omissione di vigilanza e risarcibilità del danno*; in *Corriere giur.* 2001, 880, con nota di G. VISENTINI-A. BERNARDO, *La responsabilità della CONSOB per negligenza nell'esercizio della vigilanza*; in *Guida al diritto* 2001, fasc. 12, 50 con nota di M. ATELLI.

<sup>36</sup> [2002] EWHC 2730.

<sup>37</sup> Vedila in *Foro it.* 2003, I, 2147, con nota di A. FABRIZIO-SALVATORE; in *Giur. it.* 2003, 672, con nota di R. MARAZ-

ZI, *Note in tema di contratto per persona da nominare e di responsabilità delle società di revisione contabile*; in *Danno e resp.* 2003, 537, con nota di A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*; in *Giur. comm.* 2003, II, 441, con nota di T. DI MARCELLO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*; e di T. LOMONACO, *Revisione volontaria e responsabilità extracontrattuale della società di revisione* (ivi, 602); in *Società* 2003, 1513 con nota di V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*.

<sup>38</sup> In *Foro it.* 1999, I, 2001, con nota di A. PALMIERI, *Il comunicato mistificatorio costa caro all'amministrazione* e F. CIPRIANI, *Sul difetto di giurisdizione nei confronti della pubblica amministrazione*.

<sup>39</sup> V. la Dir. 125/03, considerando 10: « Le agenzie di rating del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i rating di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro rating di credito si riferiscono ».

vi. Di qui il passo ad un obbligo di « disclosure » è breve: colui il quale comunica al mercato informazioni, valutazioni, raccomandazioni è tenuto ad informare anche degli eventuali conflitti di interessi di cui è portatore (in particolare se ha legami con l'emittente)<sup>40</sup>. Ove si consideri la prassi generalizzata nel settore dell'informazione di occultare i conflitti di interessi ed anzi di farsi attivi propagandisti, avvolti dal mantello del diritto di cronaca e di critica e della libertà di manifestazione del pensiero, degli interessi dell'editore ed ancor di più dei suoi azionisti, è facile cogliere il profondo cambiamento rispetto al passato.

g) *La denigrazione finanziaria.*

Il crescente ed essenziale ruolo dell'informazione per il mercato finanziario fa emergere questioni nuove coinvolgendo soggetti che tradizionalmente restavano al di fuori di talune forme di conten-zioso. Un indice significativo di tale filone è ben rappresentato dalla sentenza del Tribunale di commercio di Parigi del 12 gennaio 2004<sup>41</sup> che ha accolto una domanda di risarcimento proposta dal grande gruppo del lusso Luis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) nei confronti della banca d'affari Morgan Stanley. L'impresa francese si doleva del fatto che Morgan Stanley nel suo periodico bollettino *Luxury Goods Weekly* avesse costantemente fornito previsioni non incoraggianti sui titoli della società, presentando invece in modo più che elogiativo le prospettive del principale concorrente di LVMH, il gruppo Pinault, Printemps, Redoute (PPR), all'epoca impegnata in una battaglia senza esclusione di colpi per il controllo dell'azienda Gucci.

In un diverso contesto il caso sarebbe rientrato pacificamente nell'ambito della libertà di manifestazione del pensiero (ad es. previsioni di successo di un partito rispetto ad un altro, preferenza per un film rispetto ad un altro, maggiore possibilità per una squa-

<sup>40</sup> V. la Dir. 125/03, considerando 7: « Perché sia possibile valutare l'obiettività e l'attendibilità dell'informazione, occorre che vengano comunicati al pubblico in maniera adeguata gli interessi finanziari rilevanti in ogni strumento finanziario oggetto dell'informazione intesa a raccomandare strategie di investimento o i conflitti di interesse o i legami di controllo nei confronti dell'emittente a cui direttamente o indirettamente l'informazione si riferisce »; e, nel dettaglio, l'art. 5, comma 1: « Gli Stati membri assicurano che sia in vigore la regolamentazione appropriata per garantire che i soggetti pertinenti comunichino al pubblico tutti i rapporti e tutte le circostanze che possono essere ragionevolmente

ritenuti tali da compromettere l'obiettività della raccomandazione, in particolare nel caso in cui i soggetti pertinenti abbiano un rilevante interesse finanziario in uno o in più strumenti finanziari oggetto della raccomandazione o un rilevante conflitto di interesse in rapporto all'emittente a cui la raccomandazione si riferisce ». Nel sistema americano v. J.I. GROSS, *Securities Analyst's Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?*, in 2002 *Colum Bus. L. Rev.* 631.

<sup>41</sup> Vedila in J.C.P., ed gen., 2004, act. 78, con nota di A. COURET, *Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts*; nonché in J.C.P., *Entreprise*, 2004, 117 e in D. 2004, chr 335.

dra rispetto ad un'altra). Qui invece gli indici di illiceità sono ritenuti, per un verso, il latente conflitto d'interessi fra l'attività di analisi finanziaria e quella di consulenza di Morgan Stanley, impegnata a sostenere lo sforzo di PPR. Per altro verso la reticenza sul fatto che Morgan Stanley era uno dei principali finanziatori di PPR e dunque aveva un diretto interesse al suo successo<sup>42</sup>. Vale la pena di osservare che la condotta illecita di Morgan Stanley veniva ravvisata non solo nel suo bollettino ma anche in una serie di dichiarazioni pubbliche di suoi dirigenti.

La conclusione del Tribunale era che vi era stata una lesione del credito di LVMH soprattutto fra gli investitori, con violazione dei suoi obblighi professionali di informazione (« inammissibile per un professionista mondiale il quale deve controllare le proprie informazioni e verificarle costantemente, tenuto conto delle conseguenze per gli investitori e le società interessate »). Una condanna tutt'altro che simbolica perché quantificata in € 30 milioni.

## 5. CONCLUSIONI.

La rapida panoramica fin qui svolta vorrebbe contribuire a fornire un ulteriore, piccolo, tassello per una ricostruzione sistematica del diritto dell'informazione, più sganciata dal tradizionale mondo dei mezzi di comunicazione di massa e più attento al ruolo dell'informazione nei processi decisionali pubblici e privati.

Si è visto — nel caso dell'informazione finanziaria — come i penetranti controlli sulla sua formazione e sulle modalità di sua diffusione tendono a conformare l'attività dei privati a tutela di preminenti interessi pubblici, ma anche, *par ricochet*, di interessi di altri privati, danneggiati dalla « difettosità » dell'informazione divulgata.

Si possono ipotizzare, per il futuro, alcune prospettive di sviluppo:

a) per un verso si tenderà a distinguere l'informazione in base all'appartenenza ad una determinata categoria: qui si è analizzata quella finanziaria, ma si possono immaginare — ed individuare — regole conformative in altri settori, quali l'informazione sanitaria, quella dei soggetti pubblici nei confronti degli amministratori, quella indirizzata al consumatore ecc.

b) per altro verso quel che oggi appare costituire un regime molto speciale (informazione finanziaria degli emittenti, degli

---

<sup>42</sup> Ancorché la sentenza non la citi, è enunciatu dalla Dir. 125/03.  
facile cogliere l'influenza dei principi

intermediari e di altri soggetti) prevedibilmente si estenderà ad altri settori, mano a mano che cresceranno i « consumi » di informazione e se ne avvertirà la natura essenziale. Regolare una attività comprenderà regolarne anche gli aspetti di sua comunicazione.

c) gli obblighi sui contenuti e sulle modalità dell'informazione si costituiranno in primo luogo in capo a coloro che la producono, e di riflesso su coloro che la rielaboreranno e veicheranno, distinguendo il ruolo che ciascuno svolge nel processo di trasformazione e le eventuali funzioni di controllo esercitate.

### Appendice

#### LA CARTA DEI DOVERI DELL'INFORMAZIONE ECONOMICA

(approvata dal Consiglio Nazionale dell'Ordine dei giornalisti l'8 febbraio 2005).

1. Il giornalista riferisce correttamente, cioè senza alterazioni e omissioni che ne alterino il vero significato, le informazioni di cui dispone, soprattutto se già diffuse dalle agenzie di stampa o comunque di dominio pubblico. L'obbligo sussiste anche quando la notizia riguarda il suo editore o il referente politico o economico dell'organo di stampa.

2. Non si può subordinare in alcun caso al profitto personale o di terzi le informazioni economiche e finanziarie di cui si sia venuti a conoscenza nell'ambito della propria attività professionale né si può turbare l'andamento del mercato diffondendo fatti o circostanze utili ai propri interessi.

3. Il giornalista non può scrivere articoli che contengano valutazioni relative ad azioni o altri strumenti finanziari sul cui andamento borsistico abbia in qualunque modo un interesse finanziario, né può vendere o acquisire titoli di cui si stia occupando professionalmente nell'ambito suddetto o debba occuparsene a breve termine.

4. Il giornalista rifiuta pagamenti, rimborsi spese, elargizioni, vacanze gratuite, regali, facilitazioni o prebende da privati o enti pubblici che possano condizionare il suo lavoro e la sua autonomia o ledere la sua credibilità e dignità professionale.

5. Il giornalista non assume incarichi e responsabilità in contrasto con l'esercizio autonomo della professione, né può prestare nome, voce e immagine per iniziative pubblicitarie, in quanto incompatibili con la credibilità e autonomia professionale. Sono consentite, invece, a titolo gratuito, analoghe iniziative volte a fini so-



ciali, umanitari, culturali, religiosi, artistici, sindacali o comunque prive di carattere speculativo.

6. Il giornalista, tanto più se ha responsabilità direttive, deve assicurare un adeguato standard di trasparenza sulla proprietà editoriale del giornale e sull'identità e gli eventuali interessi di cui siano portatori i suoi analisti e commentatori esterni, in relazione allo specifico argomento dell'articolo. In particolare, va ricordato al lettore chi è l'editore del giornale quando un articolo tratti problemi economici e finanziari che direttamente lo riguardano o possano in qualche modo favorirlo o danneggiarlo.

7. Nel caso di articoli che contengano raccomandazioni d'investimento elaborate dallo stesso giornale va espressamente indicata l'identità dell'autore della raccomandazione (sia esso un giornalista interno o un collaboratore esterno). Occorre inoltre, nel rispetto delle norme deontologiche già in vigore sulla affidabilità e sulla pubblicità delle fonti, che per tutte le proiezioni, le previsioni e gli obiettivi di prezzo di un titolo siano chiaramente indicate le principali metodologie e ipotesi elaborate nel formularle e utilizzarle.

8. La presentazione degli studi degli analisti deve avvenire assicurando una piena informazione sull'identità degli autori e deve rispettare nella sostanza il contenuto delle ricerche. In caso di una significativa difformità occorre farne oggetto di segnalazione ai lettori.