

REGOLE E MERCATO

Tomo II

a cura di

Marilena Rispoli Farina

Antonella Sciarrone Alibrandi

Enrico Tonelli



G. Giappichelli Editore

REGOLE E MERCATO

Tomo II

a cura di

Marilena Rispoli Farina
Antonella Sciarrone Alibrandi
Enrico Tonelli



G. Giappichelli Editore

INDICE

<i>Presentazione</i>	<i>pag.</i> XIII
INTRODUZIONE	
<i>REGOLE E MERCATO NEL DIRITTO NEOLIBERALE</i>	
di <i>Francesco Denozza</i>	
1. Premessa	XV
2. Il diritto neoliberale	XVII
3. In che senso il diritto attuale potrebbe dirsi caratterizzato da uno "stile" neoliberale?	XXI
4. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla centralità del sistema a quella della singola transazione	XXIII
5. Alle radici dello stile giuridico neoliberale: dalla "concorrenza" alla "competizione"	XXVII
6. L'evoluzione neoliberale delle nozioni giuridiche fondamentali	XXXII
7. Transazioni ed eternalità: i limiti della regolazione neoliberale	XXXVIII

SEZIONE 1

REGOLE E CRISI BANCARIE

CAPITOLO 1

LA DISCIPLINA EUROPEA DI SOLUZIONE DELLE CRISI BANCARIE. L'ATTUAZIONE NELL'ORDINAMENTO ITALIANO. PROFILI PROBLEMATICI

di *Marilena Rispoli Farina*

1. Premessa	3
2. Il quadro di risoluzione delle crisi tra <i>going</i> e <i>gone concern situations</i>	7
3. La vendita delle attività d'impresa della banca	9
3.1. (<i>Segue</i>). Obblighi procedurali e poteri derogatori	10

	<i>pag.</i>
3.2. (<i>Segue</i>). Taluni problemi legati all'introduzione degli interventi autoritativi sui diritti degli azionisti	12
3.3. (<i>Segue</i>). ... e dei creditori	14
4. La <i>bridge bank</i>	17
4.1. (<i>Segue</i>). Struttura, oggetto e finalità dell'ente-ponte	18
5. La <i>bad bank</i>	23
5.1. Le esperienze del passato e il paradigma disegnato dalla BRRD: il binomio <i>bad bank-bridge bank</i> (o <i>good bank</i>)	26
6. Il "caso" italiano	30

CAPITOLO 2

*I NUOVI STANDARD PER I COLOSSI FINANZIARI
DI UN MERCATO GLOBALE: QUALI STRUMENTI
PER FRONTEGGIARNE LA CRISI?*

di Antonella Brozzetti

1. Una regolamentazione proiettata sull'" <i>ending of too big to fail</i> ": introduzione e piano del lavoro	36
2. Una ricognizione del pacchetto regolamentare sulle "SIFIs" messo in atto dagli " <i>standard-setters</i> " internazionali	38
2.1. Presa d'atto e (nuovo) avvio del processo di riforma centrato sui colossi finanziari a rischio sistemico (anni 2008-2009)	38
A) G20 di Washington e di Londra	40
B) Rapporto <i>de Larosière</i>	40
C) G20 di Pittsburg	40
2.2. I primi risultati del 2010 con le raccomandazioni del FSB ed i lavori del <i>Joint Forum</i>	42
2.3. La svolta del 2011: dalle "G-SIFIs" alle "D-SIBs", transitando per le "G-SIBs"	45
2.3.1. (<i>Segue</i>). Si gettano le fondamenta per una regolamentazione maggiormente condivisa per il sistema finanziario globale (G20 di Cannes)	46
2.4. Un sintetico richiamo dei profili regolamentari applicabili alle istituzioni di rilevanza sistemica	48
2.4.1. Criteri identificativi delle SIFI e requisiti di adeguatezza patrimoniale (prove tecniche con le G-SIB). Decisiva rilevanza degli accordi di Basilea sul capitale	48
2.4.2. Modalità e strumenti di supervisione via via più stringenti (prime indicazioni)	53
2.4.3. Il nodo dei regimi di risoluzione delle crisi bancarie (adeguatezza patrimoniale e successione del <i>bail-in</i> al <i>bail-out</i>): i c.d. "KAs" del FSB del 2011 ed avvio della strategia della risoluzione	55

	<i>pag.</i>
2.5. Il 2013: anno di riflessione a livello internazionale e abbrivio verso una regolamentazione, diretta ad eliminare il "TBTF", sempre più monumentale (G20 di San Pietroburgo, di Washington e di Brisbane)	59
2.5.1. L'agenda di riforma allarga il perimetro alle istituzioni non bancarie, rafforzando al contempo i presidi sulle G-SIB, anche in un'ottica di gruppo (vertici di Antalya e Hangzhou); un cenno al profilo delle riforme strutturali e alcune prime osservazioni d'assieme	63
3. Qualche riflessione scaturita da uno sguardo sul fatto regolato	75
3.1. (<i>Segue</i>). Confronto tra le SIFI via via individuate dal FSB ed i "colossi finanziari" oggetto di attenzione da altre angolazioni regolamentari (particolare rilievo in Europa del fenomeno del gigantismo)	75
3.2. (<i>Segue</i>). L'impatto di strumenti di controllo e supervisione "rafforzati" sulle scelte strategiche degli intermediari	78
3.3. (<i>Segue</i>). L'affanno della regolamentazione rispetto agli intermediari finanziari di rilevanza sistemica e all'effetto "fuga"	82
4. Un <i>level playing field</i> sempre più vasto: ulteriori considerazioni e rinvio ad un nuovo progetto di studio	86

CAPITOLO 3

LE BANCHE TOO BIG TO FAIL TRA VIGILANZA RAFFORZATA E ABBANDONO DEL MODELLO DI BANCA UNIVERSALE: PRIME EVIDENZE DI UN QUADRO IN CHIAROSCURO

di *Luigi Scipione*

1. Note preliminari	91
2. Il gigantismo delle banche e l'azzardo morale	94
3. Il sistema di <i>policy</i> delle SIFI's	96
4. Le misure prudenziali. In particolare: la "capacità di assorbimento delle perdite"	100
5. Le misure di risoluzione. Cenni	104
6. La separazione delle attività bancarie quale complemento della regolamentazione delle SIFI's. Trattati generali	109
6.1. Le misure strutturali negli Stati Uniti: la " <i>Volcker rule</i> "	112
6.2. Le misure strutturali nel Regno Unito: la " <i>Vickers rule</i> "	114
6.3. Le misure strutturali nell'Unione Europea. Dal " <i>Rapporto Lii-kanen</i> " alla " <i>Barnier rule</i> "	116
6.3.1. Le misure strutturali in Germania	121

	<i>pag.</i>
6.3.2. Le misure strutturali in Francia	122
6.3.3. Le misure strutturali in Belgio	123
7. Considerazioni sparse a carattere conclusivo	123

SEZIONE 2

*REGOLE E RESPONSABILITÀ
NEL MERCATO FINANZIARIO*

CAPITOLO 4

*MERCATO FINANZIARIO E PROFILI DI RESPONSABILITÀ
DA OMESSE O INESATTE INFORMAZIONI*

di *Lucia Picardi*

1. Premessa	131
2. Società per azioni e mercato finanziario	133
3. L'efficienza del mercato secondo la prospettiva dell'ordinamento	136
4. Le peculiarità dell'informazione al mercato finanziario	137
5. Carattere impersonale e standardizzato delle negoziazioni sul mercato secondario	139
6. La posizione degli « <i>informed traders</i> »	144
7. La « <i>Fraud-On-The-Market (FOTM) theory</i> »	146
8. Efficienza del mercato e nesso di causalità	148
9. Considerazioni conclusive	152

CAPITOLO 5

*LE REGOLE DI TRASPARENZA NEL MERCATO CREDITIZIO:
VERSO L'OMOGENEIZZAZIONE DELLE REGOLE
DI COMPORTAMENTO DEI PRESTATORI DEI SERVIZI
BANCARI, FINANZIARI E DI PAGAMENTO,
CON LE REGOLE DI COMPORTAMENTO
DEI PRESTATORI DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO*

di *Marilena Rispoli Farina – Angelo Spena*

1. Premessa	155
2. Obblighi informativi a confronto	156
3. Le differenze	158
4. Le forme di trasmissione delle informazioni nella fase precontrattuale: l'avvicinamento delle discipline	163
5. Il contenuto delle informazioni	169

	<i>pag.</i>
6. L'omogeneizzazione delle regole nella fase negoziale	171
7. Il contratto scritto come strumento di trasmissione delle informazioni	175
8. La graduazione degli obblighi di informazione in funzione della qualità della controparte	179
9. Conclusioni	190

SEZIONE 3 REGOLE E CONTRATTI

CAPITOLO 6

INTERPRETAZIONE ED INTEGRAZIONE DEI CONTRATTI ASIMMETRICI (IL DOPO RADLINGER, ASPETTANDO LE CLAUSOLE FLOOR, SULLO SFONDO DEL NUOVO ART. 1190 CODE CIVIL)

di *Stefano Pagliantini*

1. Prologo: il limbo controverso dell'art. 35, comma 2, c. cons	195
2. <i>Professorrecht</i> e diritto delle Corti	197
3. L'ambiguità congenita dell'art. 35, comma 2: norma residuale o di risultato? Spunti a margine del nuovo art. 1190 <i>code civil</i>	198
4. Il canone della disciplina più favorevole al consumatore in tre recentissime fattispecie, fra TAEG invertitiero e cumulo di penali (ABF 1430/2016 e CEG (<i>Radlinger</i> , C-377/14). In nota alcune spigolature <i>en passant</i> sul rilievo officioso (della violazione) dell'obbligo di informazione	207
5. Un (possibile) discontinuo: le clausole <i>floor</i> e l'irretroattività della dichiaratoria di vessatorietà. L'arresto del <i>Tribunal Supremo</i> spagnolo (9 maggio 2013, n. 241) ed i suoi corollari (teorici e pratici) in tema di efficacia, ordine pubblico e di buona fede soggettiva	211
6. (<i>Segue</i>). Cass. n. 4115 del 2016 (ed in nota l'equivoco di una vessatorietà a doppio statuto)	218
7. Sul (discutibile) tecnicismo corroborante la modulazione <i>ex nunc</i> dell'effetto ablativo: critica	220
8. Le Conclusioni dell'A.G. Mengozzi e l'argomento degli "effetti macroeconomici": spigolature (ed il precedente <i>double face</i> di <i>RWE Vertrieb</i>)	225
9. L'art. 35, comma 2 nel prisma del diritto vivente: una coppia di questioni irrisolte (il nuovo significato dell'art. 34, comma 2, c. cons.; principio di conservazione ed integrazione, aspettando <i>Bankia S.A.</i> (C-92/16)	230

CAPITOLO 7

*LA PORTABILITÀ DEI CONTI DI PAGAMENTO
TRA DIRETTIVA 2014/92/UE E D.L. N. 3 DEL 2015*

di *Gianluca Mucciarone*

1. Il rincorrersi delle fonti	237
2. Linee della disciplina	238
3. <i>Ratio</i> , fenomenologia e ambito di applicazione	239
4. Termini della procedura e <i>player</i> coinvolti	239
5. Trasferimento del saldo attivo e chiusura dei conti	241
6. Il nodo del risarcimento del danno	242
7. In calce: inquadramento della portabilità dei conti	244

SEZIONE 4

REGOLE E GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ

CAPITOLO 8

*GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ APERTE
ED INVESTITORI ISTITUZIONALI*

di *Antonia Irace*

1. Limiti ed obiettivi dell'indagine	247
2. La nuova ottica delle scelte sovranazionali: i principi di <i>corporate governance</i> dell'OCSE del 2015	252
3. L'evoluzione della disciplina di <i>hard law</i> nelle posizioni dell'Unione Europea e nella disciplina nazionale	253
4. (<i>Segue</i>). La prevista revisione della direttiva azionisti	261
5. Alcune conclusioni	268

CAPITOLO 9

*APPUNTI SULLE NUOVE REGOLE PER IL FINANZIAMENTO
DELLE PMI E START-UP INNOVATIVE*

di *Gustavo Visentini*

1. Riflessioni sullo studio	271
2. Il tema del finanziamento delle minori imprese	273
3. Metodo per legiferare	274
4. Spunti di riflessione	275
5. Una considerazione di sistema	276

pag.

CAPITOLO 10

*RECESSO E LIMITI AL RIMBORSO DELLE AZIONI
NELLE BANCHE (IN SPECIE COOPERATIVE) TRA
DIRITTO SOCIETARIO, REGOLE EUROPEE DI
CAPITAL MAINTENANCE E "PRINCIPIO" DEL BAIL-IN*

di *Giovanni Romano*

- | | | |
|----|--|-----|
| 1. | Introduzione: la riforma delle banche popolari e, in particolare, il nuovo art. 28, comma 2-ter, t.u.b., nei primi arresti giurisprudenziali | 280 |
| 2. | Ristrutturazioni bancarie e diritto di recesso: una questione che viene da lontano | 284 |
| 3. | Inquadramento sistematico della disposizione controversa nel quadro delle fonti del diritto bancario interno ed europeo | 293 |
| | 3.1. (<i>Segue</i>). Sua <i>ratio</i> | 301 |
| | 3.2. (<i>Segue</i>). Suoi rapporti con l'istituto del <i>bail-in</i> | 309 |
| | 3.3. (<i>Segue</i>). Il d.l. n. 3 del 2015 tra esigenze di "conformazione" della proprietà bancaria cooperativa e rischi di "espropriazione" del valore della partecipazione azionaria | 315 |
| 4. | Il recesso dalla società cooperativa ... | 324 |
| | 4.1. (<i>Segue</i>). ... E i vincoli nascenti dalla regolamentazione prudenziale sulle banche | 331 |
| | 4.2. (<i>Segue</i>). Adeguatezza patrimoniale e disinvestimento: primi spunti interpretativi per la possibile risoluzione del conflitto | 341 |
| | 4.3. (<i>Segue</i>). Il recesso da banche-s.p.a.: <i>quid iuris?</i> | 351 |
| 5. | Interesse alla stabilità bancaria e diritti fondamentali dei singoli: necessità di un'interpretazione adeguatrice della disposizione controversa | 360 |
| | 5.1. (<i>Segue</i>). Rigidità della regolamentazione bancaria e principio di proporzionalità | 364 |
| | 5.2. (<i>Segue</i>). Un tentativo di ricomposizione | 372 |
| 6. | Un confronto con la prima prassi operativa: alcune (necessarie) premesse | 378 |
| | 6.1. (<i>Segue</i>). Analisi casistica: limiti al rimborso delle azioni oggetto di recesso e rimozione del vincolo di indisponibilità di cui all'art. 2437-bis, comma 2, c.c. | 384 |
| | 6.2. (<i>Segue</i>). Valutazioni e problemi aperti | 386 |
| | 6.3. (<i>Segue</i>). Un primo (e non definitivo) bilancio | 391 |

SEZIONE 5
REGOLE E CRISI DELL'IMPRESA

CAPITOLO 11

*GLI EFFETTI PATRIMONIALI DEL FALLIMENTO
PER IL FALLITO E LE NOVITÀ INTRODOTTE
DALLA RIFORMA FALLIMENTARE*

di *Francesco Brizzi*

1. Introduzione	399
2. Spossessamento: nozione ed oggetto	401
2.1. (<i>Segue</i>). La decorrenza degli effetti dello spossessamento	406
3. Beni sopravvenuti durante la procedura	411
4. (<i>Segue</i>). L'esercizio di attività di nuova impresa da parte del fallito	413
5. Atti compiuti dal fallito dopo la dichiarazione di fallimento	415
6. Rapporti processuali	419
7. I beni e diritti non compresi nel fallimento	423
7.1. (<i>Segue</i>). I beni ed i diritti di natura strettamente personale	424
7.2. (<i>Segue</i>). I ricavi del fallito e la disciplina degli alimenti	430
7.3. (<i>Segue</i>). I beni ed i redditi familiari	434
7.4. Le cose impignorabili	436

CAPITOLO 4

MERCATO FINANZIARIO E PROFILI DI RESPONSABILITÀ DA OMESSE O INESATTE INFORMAZIONI*

di Lucia Picardi

1. Premessa. – 2. Società per azioni e mercato finanziario. – 3. L'efficienza del mercato secondo la prospettiva dell'ordinamento. – 4. Le peculiarità dell'informazione al mercato finanziario. – 5. Carattere impersonale e standardizzato delle negoziazioni sul mercato secondario. – 6. La posizione degli «*informed traders*». – 7. La «*Fraud-On-The-Market (FOTM) theory*». – 8. Efficienza del mercato e nesso di causalità. – 9. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

Il tema della responsabilità da omesse o inesatte informazioni nel mercato finanziario necessita inevitabilmente, data l'ampiezza e la complessità dei profili in esso implicati, di essere precisato e delimitato.

L'occasione per riflettere in questa sede su alcuni dei molteplici aspetti sottesi al discorso su informazione, mercato e ruolo dei soggetti che vi operano, è stata offerta dalla sentenza della Corte di Cassazione del 3 luglio 2014, n. 15224, sul caso SCI, nella quale i giudici di legittimità affrontano per la prima volta il problema della responsabilità civile da *insider trading*¹.

* Testo riveduto e integrato con le note della relazione svolta al seminario di studio su «L'informazione e l'impresa. Tendenze legislative e giurisprudenziali recenti» tenutosi presso l'Università degli Studi di Perugia il 31 marzo 2015.

¹ Cass. 3 luglio 2014, n. 15224, in *Società*, 2014, 1378, con commento di P. GIUDICI, *La Suprema Corte e la responsabilità civile da insider trading*; in *Giur. comm.*, 2015, II, 1219, con nota di S. GILOTTA, *La responsabilità civile da insider trading in una recente pronuncia*

La vicenda portata all'attenzione della Suprema Corte vede coinvolte alcune banche – componenti (ad eccezione di una sola di esse) di un Comitato ristretto istituito fra il 1995 e il 1997 per il risanamento della summenzionata SCI s.p.a. – le quali avevano dapprima convertito in azioni i propri ingenti crediti nei confronti della società e poi posto in vendita le azioni medesime, omettendo di comunicare alla CONSOB e al mercato le informazioni riservate loro trasmesse dall'*Advisor* nominato allo scopo di predisporre un piano di risanamento. Ed invero, nel summenzionato rapporto, classificato «strettamente confidenziale», era prospettata la necessità di provvedere ad una «ulteriore e sollecita ricapitalizzazione» della società o, in alternativa, di prendere in considerazione una proposta di acquisto della SCI proveniente da una società statunitense.

Le banche rifiutavano però tale offerta di acquisto e ponevano in vendita le azioni di SCI in loro possesso, riducendo assai drasticamente la complessiva partecipazione al capitale della società.

A fronte delle doglianze avanzate da alcuni investitori per essere stati indotti, alla luce dell'omessa informazione e di notizie di stampa poi rivelatesi infondate, ad acquistare le predette azioni le quali avevano poi perso valore fino alla dichiarazione di fallimento della società, la Corte di Cassazione – confermando la decisione emessa dalla Corte d'Appello di Milano² – ritiene che le banche sapessero, nel momento in cui avevano messo in vendita le azioni in loro possesso, dell'impossibilità per la società di continuare ad operare, a meno che esse stesse non avessero erogato nuovi finanziamenti o dato seguito alla proposta di acquisto.

Nell'imputare alle banche di aver agito nella consapevolezza che non sarebbe stata attuata nessuna delle due soluzioni alternative surriferite, nonché

della Cassazione; *ivi* (s.m.), 2016, II, 43, con nota di R. FORMISANI, *La prima sentenza di Cassazione in tema di responsabilità civile per insider trading*. Non si è mancato di osservare, tuttavia, come la decisione in esame non s'incentri tanto sui problemi dell'*insider trading*, quanto su quelli dell'omissione di una comunicazione al mercato, configurando uno scenario tipico da informazione inesatta od omessa (P. GIUDICI, *op. cit.*, 1386). Ed è a questi profili e, più in generale, al tema del difetto d'informazione nel mercato secondario che s'intende volgere il discorso sviluppato in questo scritto.

²Vale la pena di segnalare che la decisione della Corte d'Appello di Milano aveva confermato, a sua volta, la decisione resa in primo grado dal Tribunale di Milano, che aveva condannato le banche al risarcimento dei danni *ex art.* 2043 c.c. nei confronti degli investitori (e v. Trib. Milano, 14 febbraio 2004, in *Corr. giur.*, 2004, 1633, con nota di F. ROLFI, *L'investitore, le banche e l'insider trading: quale spazio per la tutela aquiliana?*; in *Società*, 2005, 110, con nota di S. GIAVAZZI, *Insider trading: la prima condanna civile*).

avvalendosi dell'informazione «privilegiata» sulla situazione economica della società contenuta nel rapporto dell'*Advisor*, i giudici di legittimità ravvisano la violazione della disciplina generale diretta a garantire la trasparenza del mercato e la correttezza dei comportamenti degli operatori: «obiettivi che vanno in particolar modo perseguiti nel mercato finanziario, ove il valore dei beni trattati più che mai dipende dalle informazioni di cui si disponga».

La pronuncia testé richiamata è indicativa di un progressivo arricchimento dei materiali giurisprudenziali di diritto interno, fino a un decennio fa ancora piuttosto limitati e invita a domandarsi se – sia pure in modo non sempre del tutto avvertito e consapevole e ferma restando la difficoltà di dedurre da altri ordinamenti soluzioni direttamente applicabili nel nostro – possa ravvisarsi un'apertura della giurisprudenza anche pratica agli orientamenti maturati là dove gli assetti d'interesse considerati dapprima si sono concretamente manifestati e sono stati attentamente discussi.

2. Società per azioni e mercato finanziario

Nel tentativo di offrire un inquadramento sistematico delle prospettive sopra evocate, può essere opportuno ricordare che la società per azioni, in quanto forma organizzativa dell'impresa, va considerata anche per i suoi rapporti con i mercati in cui opera. E non vi è dubbio che il tema delle reciproche interferenze fra società per azioni e mercati si pone soprattutto con riferimento al mercato finanziario e risente del fatto che tali interrelazioni siano effettive e non soltanto potenziali³: è significativa in tal senso l'applicabilità della normativa sugli «emittenti» contenuta nel testo unico della finanza⁴.

³ Muovendo dalla configurazione della classe delle società di capitali quali società che «*atingono, potenzialmente, a risorse anonime*», si nota come tale anonimato sia tanto più «spinto [...] quanto più la partecipazione si atteggi come merce, suscettibile di flussi di domanda e di offerta che si incontrano in un luogo (già fisico, ora telematico) che è il mercato mobiliare». Ed è altresì da precisare che affinché la formazione del capitale di rischio si disancori da risorse nominate non basta rendere trasferibile la partecipazione; il passaggio dalla potenzialità all'atto del trasferimento dipende dall'esistenza di un mercato delle partecipazioni, il quale «in tanto si forma in quanto le partecipazioni siano atteggiate come merci finanziarie» (P. SPADA, *Diritto commerciale*. I. *Parte generale*, Cedam, Padova, 2004, 100, corsivi nell'originale).

⁴ Cfr., per questa ricostruzione, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, vol. I, Giuffrè, Milano, 2012, 522. La particolare rilevanza della dimensione finanziaria per l'attività d'impresa e il rilievo pregnante assunto dal ricorso al c.d.

Si tratta di un aspetto di fondo ben presente alla letteratura in argomento, incline a porre in luce le convergenti esigenze della società per azioni e del mercato, dalla cui soddisfazione dipende la capacità dello stesso mercato finanziario di raggiungere la sua «efficienza» allocativa.

Si osserva, da un lato, che la società per azioni, per realizzare la sua funzione economica tipica, ossia quella di conseguire un adeguato equilibrio fra la stabilità della destinazione delle risorse investite nelle attività produttive e il disinvestimento del singolo investitore, richiede un mercato in grado di assicurare a quest'ultimo una «soddisfacente» liquidazione; dall'altro, che il mercato, per svolgere tale funzione, deve operare secondo modalità tali da condurre a risultati «soddisfacenti». Sussiste, in altre parole, una reciproca istanza di fiducia della società nei confronti del mercato, e viceversa⁵.

Il mercato finanziario si presenta altresì quale contesto idoneo in astratto ad offrire le condizioni più favorevoli affinché possa realizzarsi l'efficienza: a ciò concorrerebbe la razionalità degli operatori animati da obiettivi omogenei, riassumibili nel conseguimento di un guadagno monetario; inoltre, dato il numero potenzialmente illimitato di partecipanti (identificabili in tutti coloro che dispongono di risorse monetarie), appare fondato ipotizzare sia l'assenza di situazioni di «potere» individuale suscettibili di influire sul suo andamento, sia una piena elasticità della domanda dei «beni» negoziati⁶.

Il grado di efficienza del mercato assume, peraltro, uno specifico significato quando si tratti di accertare la posizione rispetto ad esso dell'ordinamento e di trarne le conseguenze sul piano interpretativo.

È consueto segnalare la peculiarità dei «beni» oggetto di negoziazione nel mercato finanziario e la correlativa difficoltà di individuare un prezzo che possa considerarsi «vero». Atteso che il prezzo non è stabilito dagli operatori attraverso una valutazione diretta delle utilità che possono attendersi dal godi-

risparmio diffuso, ossia al risparmio della collettività che deve essere sollecitato «a collocarsi utilmente in processi produttivi» (B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2009, 136), conducono ad evidenziare specifiche esigenze di tutela, trattandosi di tutelare il «pubblico», vale a dire «il mercato in quanto tale e il suo funzionamento» (C. ANGELICI, *Diritto commerciale*, I, Laterza, Bari, 2009, 128; sulle strategie dell'intervento normativo inteso a rimediare alle asimmetrie informative in ordine alle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari oggetto di investimento, cfr. inoltre A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè, Milano, 2016, 63 ss.).

⁵ Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 523, il quale spiega che la società ha bisogno che si nutra «fiducia» nel mercato e quest'ultimo, dal canto suo, chiede di potersi «fidare» delle società.

⁶ E v., nuovamente, C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 524.

mento di un bene, ma è sostanzialmente considerato un indice sulla cui base costoro possono definire le proprie aspettative in termini monetari, assumono rilevanza le diverse prospettive temporali di chi investe con obiettivi di breve o di lungo termine, e gli elementi di rischio e/o di incertezza che possono caratterizzarle⁷.

Si comprende, dunque, il rilievo particolarmente accentuato assunto dalle esigenze di informazione riguardo ai profili testé enunciati (prospettive temporali ed elementi di rischio e/o di incertezza).

Dalla constatazione che le vicende del mercato finanziario si risolvono integralmente in termini monetari e i suoi esiti si traducono come prezzo, discende che la discussione sulla sua «efficienza» si snoda lungo due prospettive, l'una conseguente all'altra: viene anzitutto in considerazione la questione se e come il mercato sia in grado di tradurre correttamente le informazioni nel prezzo; si pone poi l'ulteriore questione, che presuppone la prima, se l'esito così raggiunto corrisponda effettivamente al valore «reale» del bene.

Può essere utile richiamare in proposito la consueta distinzione fra *informational efficiency*, riguardante soprattutto il processo mediante il quale il prezzo viene definito nel mercato, e *fundamental value efficiency*, relativa alla correttezza (non del processo medesimo, ma) del suo esito.

D'altro canto, data la difficoltà di disporre di criteri per la misurazione del valore «reale» effettivamente autonomi rispetto a quelli che conducono alla formazione del prezzo, si tende a fermare l'attenzione sui «processi» mediante i quali quest'ultima avviene. In tale prospettiva si distingue fra tre diverse ipotesi di «efficienza»: a) quella «debole», secondo cui la serie dei prezzi storici non può consentire di prevederne l'evoluzione futura; b) quella «semi-forte», secondo la quale, incorporando il prezzo tutte le informazioni disponibili sul mercato, una sua variazione è possibile solo sulla base di nuove

⁷ Se è proprio dell'operazione «finanziaria» l'essere programmata fra le parti (che non devono essere necessariamente due) in modo tale da iniziare e terminare con il denaro, poiché è su quest'ultimo che si concentra l'interesse avuto di mira dalle stesse (P. FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MIFID in Italia*, il Mulino, Bologna, 2010, 18), ne discende che le esigenze di informazione nel mercato finanziario non si puntualizzano sulla valutazione delle qualità intrinseche del «bene» al centro dell'operazione di negoziazione (che è esso stesso un contratto avente ad oggetto lo scambio di denaro presente con la promessa di un risultato futuro anch'esso misurabile in termini monetari), ma sulle prospettive temporali dell'operazione e sui suoi profili di rischio e/o incertezza (C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 525, dove ampi riferimenti).

informazioni; c) quella «forte», che ritiene il mercato in grado di apprezzare anche le informazioni in esso non conosciute⁸.

Di là dal problema se e quale incidenza possano avere i c.d. *cognitive biases* evidenziati dagli studi di psicologia comportamentale⁹, non si può non ricordare come – secondo quello che si è soliti chiamare *efficient paradox* – se il prezzo fosse in grado di riflettere correttamente e immediatamente tutte le informazioni, verrebbero meno gli incentivi a svolgere un'attività diretta a ricercarle e ad analizzarle (sopportandone i relativi costi); con la conseguenza che sarebbe così pregiudicata la concorrenza degli operatori in grado di assicurare l'adeguatezza del prezzo¹⁰.

3. L'efficienza del mercato secondo la prospettiva dell'ordinamento

Fatte queste premesse di ordine teorico, merita interrogarsi su quale sia la prospettiva di mercato efficiente eventualmente assunta quale presupposto dell'intervento normativo.

Da uno sguardo d'insieme alla disciplina delle società per azioni i cui titoli siano negoziati nel mercato emerge l'imposizione di particolari doveri informativi. Tanto discende sia dalla constatazione dell'insufficienza delle ragioni del mercato ad offrire incentivi sufficienti affinché un adeguato livello

⁸ Cfr., sull'uso di tale tricotomia come strumento di classificazione dei mercati, R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Rev.*, vol. 70, 1984, 557 ss.; nella letteratura italiana, cfr., fra gli altri, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003, in specie 84 ss.

⁹ Cfr. R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias*, in *Journal of Corporate Law*, vol. 28, 2003, 715 ss. Fra gli errori cognitivi più frequenti compiuti dagli investitori figurano la *loss aversion* (la riluttanza a vendere titoli in perdita anche se tale decisione potrebbe essere vantaggiosa), l'*overconfidence* nelle proprie strategie di investimento e l'atteggiamento euristico (ovvero l'inclinazione a seguire i *trends* nella convinzione che alla base di essi vi siano cause sistemiche). Più in generale, la natura stessa dell'investimento potrebbe indurre a considerarlo alla stregua di un gioco o di una scommessa. Occorre domandarsi, però, se e in che senso tali errori siano in grado di pregiudicare la «razionalità» del processo o se quest'ultima possa essere recuperata guardando al fenomeno nel suo complesso, nonostante non siano razionali le decisioni dei singoli operatori (C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 528).

¹⁰ Cfr., ancora, C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 530, che richiama il saggio di S.J. GROSSMAN, J.E. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *American Economic Rev.*, vol. 70, 1980, 393.

di informazione sia spontaneamente offerto, sia dal convincimento che il mercato possa valutare solo i dati disponibili, ossia resi pubblici. L'adozione di regole volte a imporre la pubblicità delle informazioni rilevanti presuppone l'adesione a quella forma di efficienza che si è denominata «semi-forte», ovvero implica una valutazione normativa secondo cui solo le informazioni di pubblico dominio influiscono sulla formazione del prezzo.

L'attenzione è quindi concentrata sui meccanismi del mercato che, in presenza di un adeguato livello di informazione, possono condurre a risultati soddisfacenti in termini di prezzo e così contribuire a realizzare l'efficienza allocativa del mercato stesso.

Si spiega in quest'ottica la circostanza che le informazioni sono dovute dalla società emittente al mercato nel suo complesso, mentre non rilevano direttamente per la singola transazione e l'imposizione del relativo obbligo non tende di per sé al superamento di un'asimmetria informativa fra le due parti del contratto.

4. Le peculiarità dell'informazione al mercato finanziario

I rilievi sopra svolti consentono di cogliere la peculiarità dell'informazione al mercato rispetto all'informazione economica¹¹: la prima, essendo strutturalmente rivolta al pubblico indifferenziato dei partecipanti al mercato, genera un rapporto informativo di tipo relativamente impersonale¹²; in relazione al contenuto, poi, merita porre in luce che l'informazione al mercato ha per oggetto dati, fatti e notizie attinenti all'impresa, mediante i quali la relativa organizzazione, in maniera diretta o indiretta, si proietta verso l'esterno e si «oggettivizza» rispetto ai terzi e allo stesso imprenditore¹³.

¹¹ In generale, sul danno da informazione economica, cfr. A. DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004, in specie 77 ss.

¹² Cfr. V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2012, 72 s., che osserva come destinatari di tale informazione siano tanto coloro che partecipano al mercato al momento della diffusione dell'informazione o che vi parteciperanno in seguito, quanto coloro che attingono informazioni «dall'esterno» per decidere se parteciparvi o meno.

¹³ Diversamente dalle informazioni scambiate fra soggetti determinati (si pensi a due conoscenti che si scambiano un'informazione relativa alla convenienza di un acquisto, o alla serietà di una persona da assumere alle dipendenze del destinatario dell'informazione, o all'affidabilità di un *partner* commerciale), l'informazione al mercato, in quanto «informazione

Ed ancora, l'informazione al mercato evidenzia la sua peculiarità sul piano funzionale, poiché non serve solo a determinare una decisione di tipo economico del destinatario di essa, ma vincola *ex ante* l'agire dell'imprenditore; inoltre, in quanto permette di segnalare e differenziare nel mercato gli operatori ai quali i dati comunicati si riferiscono, promuove il confronto concorrenziale fra le imprese¹⁴.

Sullo sfondo di tali considerazioni e ai fini della riflessione che si vuole svolgere, l'informazione al mercato finanziario rileva non tanto per la molteplicità dei soggetti che intervengono nel ciclo informativo, quanto per la complessità degli interessi coinvolti e, nel contempo, per la personalizzazione dell'interesse dell'azionista e l'assunzione di centralità del «bene»¹⁵.

L'obiettivo perseguito mediante la predisposizione di obblighi informativi è quello di far sì che il mercato disponga di informazioni adeguate per svolgere il proprio compito di garantire l'efficienza allocativa, intesa non già quale presupposto dato, ma come fine da realizzare¹⁶.

d'impresa», ha un contenuto che non si esaurisce nell'ambito della singola relazione interpersonale, ma è suscettibile di essere «utilizzato una serie di scambi informativi di tipo intersoggettivo potenzialmente illimitata». Ne consegue che la falsità o l'inesattezza di tale informazione, in quanto riguarda il modo stesso di presentarsi dell'impresa sul mercato, può pregiudicare l'interesse di tutti coloro che con varie modalità hanno assunto decisioni di tipo economico; sicché appare confermata, anche sotto il profilo contenutistico, la «tendenziale plurisoggettività dal lato passivo» del danno da informazione al mercato (V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, cit., 73 ss., corsivi nell'originale).

¹⁴Cfr., nuovamente, V. CARIDI, *op. cit.*, 77. La centralità del profilo della comunicazione al mercato e il vincolo che ne deriva per l'agire imprenditoriale emergono, del resto, con chiarezza in diversi settori della disciplina dell'impresa: si pensi, da un lato, alle informazioni pubblicate nel registro delle imprese (A. NIGRO, *Imprese commerciali e imprese soggette a registrazione*, in *Trattato Rescigno*, 15**, tomo 1, Utet, Torino, 2002, 757 ss.), dall'altro, alla disciplina in tema di concorrenza sleale (cfr. art. 2598, nn. 1 e 2, c.c.) o di pubblicità commerciale (cfr. C. ANGELICI, *Diritto commerciale*, cit., 122 ss.).

¹⁵Non va trascurato di considerare come la società per azioni sia idonea, anzi «in certo modo destinata a recepire al suo interno un *pluralismo di interessi*, ammettendo così la coesistenza di molteplici (e potenzialmente anche contraddittorie) motivazioni dell'investimento azionario» (così, con particolare nitore, C. ANGELICI, *In tema di «socio pubblico»*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 176, corsivo nell'originale; sull'eterogeneità dei soggetti coinvolti nel mercato azionario e degli interessi loro ascrivibili, ID., *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998, 256 s.).

¹⁶C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 16, testo e nota 37, il quale rileva che la «scelta politica» sottesa al nostro come ad altri ordinamenti è quella di imporre obblighi informativi in quanto rilevanti per la formazione del prezzo. Si presuppone, anzi, che affinché ciò accada occorre che l'informazione sia

S'intravede così uno dei nuclei critici del discorso che s'intende sviluppare, ossia la necessità di impostare il problema della responsabilità civile sul piano dell'alterazione della correttezza del prezzo, piuttosto che su quello oggettivo del suo difetto di «verità»¹⁷.

5. Carattere impersonale e standardizzato delle negoziazioni sul mercato secondario

Quanto sin qui osservato consente di chiarire alcune caratteristiche di fondo delle transazioni effettuate sul mercato secondario, utili per meglio comprendere i tratti salienti della vicenda esposta in apertura delle presenti note e per valutare criticamente la posizione assunta dai giudici di legittimità. S'intende fare riferimento alla duplice circostanza che nelle operazioni di mercato secondario la società emittente è formalmente estranea alla singola transazione, nel senso che essa non è parte delle relative negoziazioni e vi è interessata solo in quanto il funzionamento del mercato assicura la liquidità degli investimenti e la provvista a lungo termine del proprio capitale¹⁸; e che il

resa pubblica e che, fino a questo momento, si ha una divergenza fra il prezzo di mercato e quello che si sarebbe avuto se l'obbligo d'informazione imposto dall'ordinamento fosse stato rispettato. La stessa regola «*disclose or abstain*», su cui si basa la disciplina dell'*insider trading*, presuppone un lasso di tempo in cui «tale divergenza è non solo fisiologica, ma in certo modo imposta» (cfr. però, per dubbi sulla configurabilità della regola in questione nel diritto italiano dei mercati finanziari, P. GIUDICI, *La Suprema Corte e la responsabilità civile da insider trading*, cit., 1388).

¹⁷ E v., ancora, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 17, ad avviso del quale al centro dell'interesse da parte dell'ordinamento non è il prezzo in sé, ma il processo che conduce alla sua formazione. Quel che si vuole impedire è che la distanza del prezzo dalla «verità» sia il risultato non dei meccanismi spontanei del mercato e delle sue oggettive inefficienze, ma di comportamenti intesi ad accrescere artificialmente tale distanza.

¹⁸ Si nota (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, 242 s.) che l'emittente, non essendo parte di alcuno scambio (salvo nell'ipotesi in cui operi su strumenti finanziari propri), non trae alcun beneficio dal quadro informativo falsato. Peraltro, le ragioni che inducono l'emittente, per il tramite dei suoi amministratori, a fornire una falsa rappresentazione possono essere legate all'interesse sociale. È quanto accade laddove attraverso le informazioni non veritiere l'emittente può ricercare un vantaggio di breve periodo in vista di un successivo appello al mercato primario, nell'ambito del quale l'informazione non veritiera sarà rilevante soprattutto ai fini della responsabilità da prospetto. Inoltre, l'emittente può cercare di tenere nascoste alcune informazioni nell'interesse dei propri azionisti e persino dei propri creditori. Ed ancora, la società emittente può

mercato secondario si svolge secondo modalità essenzialmente impersonali.

Si coglie così la tensione dialettica fra tali fenomenologie e il sistema privatistico tradizionale, per quanto qui interessa della disciplina in tema di responsabilità civile, che guarda soprattutto a vicende e rapporti interpersonali.

Invero, mentre per quanto concerne le operazioni di mercato primario, essenzialmente riconducibili alle IPO, un rilievo centrale, se non esclusivo, è assunto dalla disciplina della responsabilità da prospetto¹⁹, la questione della

considerare sostanzialmente inutile sostenere le spese organizzative connesse alla raccolta e diffusione delle informazioni, poiché, non intendendo più fare ricorso al mercato primario, ritiene che le stesse siano, in definitiva, superflue.

¹⁹ È agevole constatare che la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari trova uno dei suoi punti di emersione maggiormente caratterizzanti proprio nel caso della diffusione di informazioni inesatte o incomplete fornite nell'offerta al pubblico di prodotti finanziari (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 217). Ed occorre altresì rilevare, pure relativamente a questa fattispecie, l'insufficienza delle norme di diritto comune, atteso che la standardizzazione delle dichiarazioni contrattuali (unitamente alla naturale opacità dei prodotti finanziari e al carattere essenziale delle negoziazioni ai fini della collocazione ottimale del risparmio) esigono l'imposizione non soltanto di una trasparenza «rafforzata», ma anche di particolari regole di comportamento dirette ad assicurare il corretto funzionamento del mercato (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, X ed. Giappichelli, Torino, 2016, 45 s.; cfr. pure ID., *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, Impresa, Società*, 1989, 205 ss.). Questi brevi richiami conducono ad evidenziare le peculiarità della responsabilità da prospetto: in specie, il diverso atteggiarsi della questione dell'affidamento riposto dall'investitore sulle informazioni rivelatesi inesatte o incomplete rispetto a quanto accade nelle consuete vicende interprivate. Ed invero, anche a fronte del dettato normativo di cui all'art. 94, comma 8, Tuf, che – diversamente dalla *section 11* e dalla *section 12(a)(2)* del *Securities Act* (cfr., per una puntuale ricostruzione della disciplina statunitense, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, cit., 7 ss.) – prevede in capo ai soggetti che redigono il prospetto la responsabilità per i danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, si è affermata la possibilità di continuare a fare ricorso a presunzioni (cfr. S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 793 ss.), quale quella utilizzata dalla giurisprudenza con riferimento al sistema previgente, secondo cui la circostanza che ogni sollecitazione all'investimento deve essere preceduta dalla redazione e pubblicazione di un prospetto rende plausibile presumere che l'investitore, operando in un mercato finanziario ritenuto efficiente, abbia fatto affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni riportate in tale documento (Cass. 11 giugno 2010, n. 14056, in *Resp. civ.*, 2012, 801 ss., con nota di A. ZANARDO, *La Suprema Corte si pronuncia sulla responsabilità "da prospetto"*). Si tende, dunque, ad invocare la presunzione basata sul corretto funzionamento del mercato – sulla scorta della decisione *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), che verrà più avanti richiamata – o, in subordine, quella riconducibile alla c.d. *Anlagestimmung* elaborata nei giudizi di risarcimento del danno fondati sul § 826 BGB (cfr., fra gli altri, T.M.J. MOELLERS, *The Progress of German Information Disclosure Requirements: A Comparative Law Prospective in Light of Recent Developments in European Capital Markets Law*, in *North*

responsabilità civile con riferimento alle operazioni di mercato secondario scaturisce da comportamenti degli amministratori, i quali, tuttavia, pur potendo rispondere ad esigenze proprie di questi ultimi²⁰, non sono direttamente rivolti ad indurre i potenziali titolari dell'azione risarcitoria a compiere scelte dannose estraendo ricchezza ai loro danni, ma le influenzano indirettamente per il tramite di una valutazione di mercato²¹.

Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, vol. 30, n. 2005/05, 311 ss.; A. HOFMANN, *Kausalitätserfordernis und "positive Anlagestimmung" bei der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation*, in *GES*, 2011, 317 ss.). Tuttavia, in questo caso una questione di responsabilità si pone a seguito di una vicenda di acquisto dei titoli che è indotta da un'iniziativa dell'emittente, il quale per un verso può avere un interesse diretto a diffondere informazioni falsamente favorevoli o a omettere informazioni sfavorevoli, per l'altro, viola specifici doveri imposti a tutela di singoli, anche se non previamente identificati, investitori; con indubbe ripercussioni sul piano del nesso di causalità e della quantificazione del danno (cfr. C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 17, nota 41; su questi temi, cfr. diffusamente A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 93 ss., 113 ss.; ID., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 66 ss., 156 ss.).

²⁰ Volendo censire una serie di ipotesi in cui le informazioni non veritiere rispondano ad interessi degli amministratori, si fa riferimento alla situazione di più marcata conflittualità fra questi ultimi ed i creditori, quale si determina in prossimità dell'insolvenza della società; oppure al caso in cui le informazioni inesatte spingano verso l'alto il prezzo dei titoli e consentano ai dirigenti e agli amministratori esecutivi di beneficiare della correlazione fra l'andamento del valore degli strumenti finanziari e i compensi (si pensi alle *stock options*); oppure permettano di vendere le azioni in un momento di mercato ancora favorevole, o di tenere alto il valore dei titoli in presenza di negoziazioni di varia natura suscettibili di ripercuotersi sul loro futuro professionale (quali fusioni e scissioni nonché nuovi incarichi presso altri emittenti): cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 244, testo e nota 75, il quale menziona altresì la tendenza dell'organizzazione interna ad inviare ai vertici valutazioni eccessivamente ottimistiche, da cui dipende la progressione di carriera di tutti i soggetti coinvolti nella catena informativa.

Le circostanze testé elencate sono state peraltro oggetto di valutazioni non sempre univoche nelle cause per frode intentate ai sensi della *Section 10(b)* dell'*Exchange Act* e della *SEC Rule 10b-5*, sotto il profilo della prova di una *strong inference* della volontà fraudolenta del convenuto e, in particolare, delle allegazioni dimostrative dei motivi e dell'opportunità per quest'ultimo di commettere la frode stessa. Si è ritenuto, in particolare, che l'attore non potesse esperire l'azione sulla base di motivi comuni a tutti i soggetti suscettibili di essere considerati «*corporate insiders*», come, ad esempio, il desiderio di mantenere alto il merito creditizio o il corso dei titoli in modo da aumentare i compensi degli amministratori [cfr., fra ad esempio, *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 307-08 (2d Cir 2000); nonché, prima del *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995, *San Leandro Emergency Medical Plan v. Philip Morris*, 75 F.3d 801, 813-14 (2d Cir. 1996)].

²¹ Cfr. C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 20; nonché P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 245, il quale chiarisce come le informazioni

Ne discende una sorta di asimmetria tra il fatto in ipotesi illecito che investe il mercato in modo oggettivo e impersonale e il sorgere di un problema risarcitorio con riferimento a singoli soggetti danneggiati, seppure appartenenti eventualmente ad una «classe».

Non sorprendono allora posizioni inclini addirittura ad affermare, da un lato, l'irrelevanza per investitori diversificati del danno da essi subito sul mercato secondario; dall'altro, e in una prospettiva non incompatibile con quella appena segnalata, a evidenziare la necessità di particolari cautele, atteso che «una soluzione indiscriminatamente positiva potrebbe condurre ad obblighi risarcitori neppure astrattamente prevedibili»²², rendendo difficile anche individuare preventivamente i soggetti titolari di un diritto al risarcimento e la sua dimensione economica²³.

Quanto al primo dei profili testé enunciati, occorre dare conto della critica radicale mossa rispetto all'attribuzione di un rimedio civilistico a favore dell'investitore (in ipotesi, il compratore) che abbia fatto affidamento sulla capacità del mercato di rappresentare correttamente i prezzi. Si rileva in proposito l'inesistenza di un costo sociale tendenzialmente corrispondente al co-

inesatte o incomplete indubbiamente incidono sugli scambi effettuati sul mercato secondario, dato che una parte paga un prezzo troppo elevato rispetto a quello che si sarebbe avuto in presenza di informazioni veritiere o complete e, per converso, la controparte beneficia di quel prezzo (o viceversa). E tuttavia, il danno subito dal primo investitore non è stato cagionato dalla controparte, ma da un terzo; d'altro canto, l'eventuale risarcimento del danno pagato dal terzo a favore di tutti i soggetti danneggiati non è accompagnato da una restituzione del beneficio goduto dalle loro controparti, non essendo «immaginabile un sistema di ripetizioni che accompagni l'eventuale risarcimento del danno».

²²C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 20, il quale avverte che se si arrivasse ad affermare la risarcibilità di ogni pregiudizio economico derivante da un'alterazione (del processo di formazione) di un prezzo di mercato, si dovrebbe riconoscere una tutela, dal punto di vista logico, non soltanto a quanti hanno operato sulla base del prezzo così alterato, ma anche a chi – a causa di ciò – si è astenuto dal compiere delle negoziazioni e abbia ugualmente subito un danno.

²³Il punto nodale del problema dell'adattabilità del modello dell'illecito civile al comportamento di chi rilascia l'informazione errata sul mercato secondario risiede – anche dal punto di vista dell'analisi economica del diritto – nella circostanza che tale comportamento genera esternalità negative in capo a certi soggetti e positive a favore di altri. D'altro canto, al sorgere di un eventuale obbligo risarcitorio nei confronti di coloro che hanno negoziato in perdita rispetto alla situazione che si sarebbe determinata qualora l'informazione fosse stata precisa, non corrisponde (come si è accennato) la possibilità per il soggetto ritenuto responsabile di recuperare alcunché dalle controparti negoziali che hanno beneficiato di tale situazione (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 246).

sto privato, perché in tale contesto alla perdita di un soggetto incolpevole corrisponde il guadagno di un soggetto ugualmente incolpevole²⁴. Esiste, inoltre, la possibilità di eliminare il rischio correlato a questo trasferimento di ricchezza con la diversificazione del portafoglio²⁵.

Muovendo dal postulato della «irragionevolezza dell'investitore che non diversifica»²⁶, va preso atto dell'esistenza a livello europeo e nazionale di un sistema di protezione degli investitori che li incentiva a diversificare per il tramite dell'affidamento di risorse ad *asset managers*, siano essi gestori di portafogli o consulenti, sottoposti alla regola di adeguatezza²⁷.

²⁴ Ne consegue che all'interno del gruppo degli acquirenti e dei venditori non c'è una perdita netta, ma solo un trasferimento di ricchezza (cfr. F.H. EASTER BROOK, D.R. FISCHEL, *Optimal Damages in Securities Cases*, in *University of Chicago Law Rev.*, vol. 52, 1985, 640 ss., 651, che avvertono anche contro i rischi di *over-deterrence* delle *securities fraud class actions*, laddove esse conducano l'emittente che non abbia venduto i propri strumenti finanziari nel periodo in cui il prezzo dei medesimi era falsato, e abbia quindi beneficiato solo indirettamente della falsa rappresentazione, a risarcire le c.d. *out-of-pocket losses*; sul punto, cfr. inoltre D.C. LANGEVOORT, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, in *Arizona Law Rev.*, vol. 38, 1996, 646). Né si potrebbe dire che il *private enforcement* basato – come si dirà più avanti – sulla «*Fraud-On-The-Market (FOTM) theory*» funzioni quale meccanismo assicurativo a favore di quei compratori che siano rimasti, per così dire, «con il cerino in mano», dato che non si verifica una comunione e neutralizzazione delle perdite, ma solo un loro spostamento (W.W. BRATTON, M.L. WATCHER, *The Political Economy of Fraud on the Market*, in *University of Pennsylvania Law Rev.*, vol. 160, 2011, 93 s.).

²⁵ Giova ricordare che, secondo il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, la diversificazione del portafoglio – ossia l'inserimento nello stesso di un grande numero di differenti titoli – consente di mitigare il rischio di natura non sistematica (rischio specifico) legato alle vicende individuali dell'emittente (misurato dal c.d. "alfa"), mentre non elimina il rischio sistematico (c.d. rischio di mercato) legato al ciclo del mercato (misurato da "beta"): ed infatti, mentre le vicende positive e negative degli emittenti, quando sono "scorrelate" fra loro, si annullano reciprocamente, non vi è modo di compensare i movimenti del mercato all'interno di un portafoglio attraverso la particolare composizione dello stesso: cfr., sull'opportunità di procedere ad un adattamento della teoria in esame che tenga adeguatamente conto della presenza di fattori di destabilizzazione del mercato, V.B. MINYASAN, M.A. LIMITOVSKIY, *CAPM and Diversification of Investment Portfolio Under Heterogeneous Volatility*, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=1522511>.

²⁶ Cfr. BA. BLACK, *Eliminating Securities Fraud Class Actions Under the Radar*, in *Columbia Business Law Rev.*, 2009, 812 s.

²⁷ In effetti, una soluzione alle asimmetrie informative che si riscontrano nel mercato finanziario è stata ravvisata nel ricorso ad «intermediari informativi» altamente specializzati, in grado di trasformare informazioni complesse e standardizzate in informazioni adeguate alle esigenze del singolo cliente, nonché nella delega agli intermediari medesimi del controllo sulle imprese finanziate e sui prodotti finanziari da esse emessi, secondo una configura-

Corollario di questa impostazione è che le informazioni non veritiere diffuse sul mercato secondario sono un problema esclusivamente di diritto societario, la cui soluzione dovrebbe essere affidata al regime di responsabilità che regola i rapporti fra amministratori e organi di controllo da un lato, azionisti e creditori dall'altro²⁸.

6. La posizione degli «*informed traders*»

Il ragionamento appena riassunto, secondo cui il danno subito dagli acquirenti è perfettamente compensato dal guadagno conseguito dai venditori, regge solo a condizione che entrambi i gruppi non compiano alcun tipo di verifica in merito alle informazioni disponibili sul mercato.

zione dell'intermediazione finanziaria in termini di «*delegated monitoring*» (cfr. M. HELLWIG, *Banking, financial intermediation and corporate finance*, in P. GIOVANNINI, C. MAYER (eds.), *European Financial Intergration*, Cambridge University Press, Cambridge, 1991, 44 ss.; D.W. DIAMOND, *Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example*, in *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 82/3, 1996, 51 ss.; S. GRUNDMANN, W. KERBER, *Information Intermediaries and Party Autonomy*, in S. GRUNDMANN, W. KERBER, S. WEATHERILL (eds.), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, de Gruyter, Berlin-New York, 2001, 272 s.). Questa impostazione – che pone in primo piano l'aspetto della fiducia nell'operato degli intermediari e, in particolare, dei gestori professionali (cfr., ad esempio, R. RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, 269; per uno spunto in tal senso, cfr. pure L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2004, 43 s.) – appare confermata e, per certi versi, accentuata dall'evoluzione normativa più recente, a partire dalla scelta della direttiva 39/2004/CE (c.d. MIFID) di incentrare la tutela dell'investitore *retail* più sugli obblighi dell'intermediario nei suoi confronti, che sulla capacità dello stesso di compiere scelte razionali informate. Merita menzionare in tal senso non solo l'imposizione della regola di adeguatezza per la prestazione dei servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti (art. 19, comma 4, MIFID; art. 21 Tuf e art. 39 regolamento intermediari), ma anche (e soprattutto) l'ampliamento della sfera di operatività di tale regola grazie agli orientamenti delle autorità di vigilanza europea e nazionale sul significato da attribuire alla nozione di consulenza (A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, in specie 33 ss., dove gli opportuni riferimenti). Si tratta di un *trend* ulteriormente confermato e rafforzato dagli artt. 24 e 25 della direttiva 2014/65/UE (c.d. MIFID II), che delineano una tutela dell'investitore declinata in termini non più di trasparenza ma di cura o «accudimento» dello stesso, prestando particolare attenzione alle misure c.d. di *product governance* (V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in A. PACIELLO, G. GUIZZI (a cura di), *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*, Giuffrè, Milano, 2016, 222 ss.).

²⁸ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 249 s.

Si assiste, tuttavia, ad un mutamento di scenario non appena si considerino gli operatori che svolgono un ruolo attivo nella raccolta ed analisi delle informazioni relative agli investimenti (*informed traders*). Ed infatti, bisogna considerare che la presenza di informazioni false accresce l'autotutela preventiva, duplicando gli investimenti nell'analisi e nella valutazione delle informazioni e i connessi tentativi di «battere il mercato»; dalla circostanza che tali attività non producono miglioramenti allocativi, ma solo una redistribuzione della ricchezza fra gli operatori, deriva un costo sociale²⁹.

Inoltre, la disponibilità di informazioni incomplete o inesatte favorisce fenomeni di *insider trading*³⁰. Di là dalla non perfetta identità di vedute in merito al fondamento della relativa disciplina³¹, preme segnalare che il divieto di abuso di «informazioni privilegiate» guarda soprattutto ai rapporti concorrenziali fra chi opera nel mercato e, in particolare, tutela i suoi operatori professionali i quali potrebbero essere disincentivati a sostenere i costi connessi con l'attività di ricerca e di acquisizione delle informazioni se subissero la concorrenza di chi, senza sopportare quei costi, già dispone delle informazioni in parola³².

È significativo, del resto, che un'informazione sia privilegiata se e fino a quando non viene resa pubblica (art. 181 Tuf). Questa soluzione normativa sembra presupporre che il mercato sia in grado di elaborare le informazioni disponibili, senza che assumano rilevanza le valutazioni individuali di chi partecipa alla singola operazione.

²⁹ E v., ancora, P. GIUDICI, *op. cit.*, 250 s.; nonché A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 67 s., che chiarisce come l'imposizione di una disciplina legale di trasparenza si giustifica proprio in ragione della presenza nel mercato di «*information traders*».

³⁰ Si tende ad affermare che la disciplina sull'*insider trading*, oltre a contribuire a risolvere i problemi di *agency* tipici del diritto societario (allineando gli incentivi degli amministratori e dei dirigenti agli obiettivi d'investimento degli azionisti), mira anche a salvaguardare la qualità delle informazioni disponibili, migliorando l'accuratezza dei prezzi e la liquidità del mercato: cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 216, 251 s.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 278 ss.

³¹ Cfr., per un efficace quadro critico delle diverse posizioni, E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, II ed., Giappichelli, Torino, 2010, 27 ss.

³² C. ANGELICI, *Diritto commerciale*, cit., 171; in una prospettiva non dissimile cfr. pure R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 283 s., che fa riferimento alla necessità di salvaguardare la «lealtà» delle contrattazioni sul mercato regolamentato e, in definitiva, la credibilità di quest'ultimo. D'altro canto, se si disconoscesse l'importanza per gli investitori di un quadro informativo preciso e tempestivo, sarebbe difficile spiegare la diffusa esistenza sul mercato di soggetti che si occupano di acquisire, analizzare ed elaborare le informazioni disponibili sugli emittenti, quali le agenzie di *rating* e gli analisti finanziari (P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 252).

Se dunque la veridicità e la completezza delle informazioni consentono al mercato nel suo complesso di svolgere la propria funzione allocativa, preservando la fiducia degli investitori, non appare decisivo l'eventuale *deficit* informativo del singolo; e ciò rende problematico l'impiego dei tradizionali strumenti di tipo privatistico i quali, come quello risarcitorio, implicano una valutazione della situazione individuale di chi invoca la tutela.

Tale difficoltà si palesa con chiarezza non appena si considerino, da un lato, l'importanza dell'affidamento (*reliance*) quale criterio di selezione, nell'ambito dell'illecito civile, dei danni risarcibili derivanti dall'informazione inesatta; dall'altro, le specifiche e tuttora controverse soluzioni proposte in altri ordinamenti (e, segnatamente, in quello statunitense), ma destinate a travalicarne i confini, per circoscrivere la rilevanza dell'affidamento del singolo e valorizzare, al contrario, gli oggettivi meccanismi di funzionamento del mercato.

7. La «*Fraud-On-The-Market (FOTM) theory*»

Occorre richiamare, a questo punto, la discussione della dottrina statunitense in merito alla c.d. «*Fraud-On-The-Market (FOTM) theory*», ossia l'argomentazione giuridica che consente agli investitori, nelle cause fondate sulla diffusione di false informazioni nel mercato secondario, di non dover fornire la prova di aver fatto concreto affidamento sull'informazione rivelatasi non vera, sulla base della presunzione che tale informazione sia stata perfettamente riflessa nel prezzo del titolo al momento della contrattazione e che ciò abbia influenzato l'investitore che in tale situazione abbia negoziato i titoli.

Si tratta di una presunzione fondata sull'assunto che il mercato sia efficiente, quanto meno nella summenzionata versione semi-forte.

Preme porre in luce come la *FOTM theory*, elaborata dalla Suprema Corte americana nel caso *Basic Inc. v. Levinson*³³, trova la propria giustificazione a livello sistematico nell'esigenza di utilizzare nel particolare contesto delle *securities litigations* il tradizionale requisito di *common law* della *reliance* ri-

³³ Secondo la ricostruzione accolta nella decisione summenzionata, «[t]he fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. [...] Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. [...] The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance or misrepresentation» (*Basic v. Levinson*, 485 U.S. 241 s.).

chiesto nei giudizi di *misrepresentation* al mercato³⁴. È così possibile circoscrivere l'area dei soggetti legittimati mediante un requisito soggettivo per la proponibilità dell'azione risarcitoria, se pure diversamente configurato rispetto a quanto avviene nelle *face-to-face transactions*³⁵, arrivando a scongiurare il già paventato rischio di obblighi risarcitori illimitati.

D'altro canto, la presunzione in parola serve a giustificare la comunanza dei presupposti necessari per proporre una *class action* ed ottenere la *class certification* a tal fine richiesta³⁶: ed è appena il caso di aggiungere come tale

³⁴ Avendo presente che nelle negoziazioni sul mercato secondario gli amministratori della società emittente sono terzi e la portata informativa dei loro comportamenti è mediata dal mercato, la *reliance* effettivamente rilevante e che sembra plausibile presumere non è dunque quella riferita ad uno specifico fatto informativo, ma all'integrità del mercato stesso e al processo di «decodificazione» mediante il quale viene formato il prezzo; per utilizzare una formula sintetica, alla «correttezza del prezzo»: C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 30, il quale aggiunge che «qualora al mercato siano state fornite informazioni non vere e sia dimostrabile che ne è derivata un'alterazione del prezzo, dovrebbe presumersi che chi in tale situazione ha negoziato le azioni sia stato per così dire tradito nel suo affidamento» (corsivi nell'originale). Alla base della *FOTM* vi è, dunque, da un lato la statuizione di principio secondo cui per ottenere il risarcimento dei danni ai sensi della *Rule 10b-5* l'attore deve dimostrare la propria «reliance upon the misrepresentation or omission», dall'altro, l'idea che richiedere la prova diretta dell'affidamento sulla «defendant misrepresentation» significherebbe porre a carico dello stesso attore che ha negoziato in un mercato impersonale «an unnecessarily unrealistic evidentiary burden» (cfr. *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S.).

³⁵ È controverso, tuttavia, se il requisito della *reliance*, sia pure riferito all'integrità del prezzo di mercato piuttosto che all'informazione inesatta in concreto diffusa, sia effettivamente in grado di svolgere tale ruolo operativo e debba costituire un elemento essenziale ai fini della proponibilità dell'azione, anziché rappresentare uno (ma non l'unico) strumento per dimostrare la sussistenza di un nesso eziologico fra l'informazione inesatta e il danno all'investitore. Ed invero, l'efficienza informativa, vista quale rapidità di adattamento del prezzo dei titoli alle nuove informazioni, può essere considerata «a sufficient reason why an investor relying on market price integrity would be harmed. But not a necessary reason, because fraud can and does distort prevailing prices even when adjustment is not delayed or incomplete. All we need is reason to believe that there is some causal linkage between the misrepresentation and prevailing prices that investors are using as reference points for their trading decisions» (D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2009, 157). La ricostruzione del requisito della *reliance* proposta nel caso *Basic Inc. v. Levinson* comporta, insomma, il riconoscimento in capo a ciascun investitore del diritto ad un ristoro individuale, finendo per aprire la strada (come in effetti è accaduto) a imponenti azioni risarcitorie e per fare della «class recovery» più un meccanismo deterrente che uno strumento di compensazione.

³⁶ Merita ricordare che ai sensi della *Rule 23(b)(3)* delle *Federal Rules of Civil Procedure*, è necessario che «the Court finds that the question of law or fact common to class members

fase preliminare si riveli poi, di fatto, decisiva se non altro perché nella stragrande maggioranza dei casi la causa viene transatta³⁷.

Sullo sfondo di tale impostazione vi è un contesto in cui il comportamento degli investitori è orientato non tanto da valori oggettivi, quanto dai comportamenti degli altri operatori, e rispetto al quale – trattandosi di isolare aspetti comuni e standardizzati di vicende sostanzialmente impersonali e anonime – l'azione di classe riveste un rilievo centrale.

8. Efficienza del mercato e nesso di causalità

Eppure, di là dai dubbi sull'opportunità o sulla necessità di trasporre la *Basic presumption* nell'ordinamento italiano in assenza di un meccanismo di proposizione dell'azione risarcitoria collettiva assimilabile a quello della *class action*³⁸, la *FOTM theory* si rivela ricca di implicazioni rispetto a due questioni decisive nell'ambito del nostro discorso, quali sono quelle concernenti il nesso di causalità e la determinazione del danno risarcibile.

predominate over any question affecting only individual members, and that the class action is superior to other available methods for the fair and efficient adjudication of the controversy». Si tratta, come si è accennato, di un elemento richiesto – in via alternativa rispetto a quelli previsti dai nn. 1-2 e in aggiunta ai requisiti di cui alla lettera *a*) della stessa *Rule 23* (quali la «*numerosity*», la «*commonality*», la «*typicality*» e la «*adequacy of representation*») – per ottenere la «certificazione». Esso è destinato a trovare applicazione nelle c.d. «*damages class actions*», ovvero le azioni aventi ad oggetto unicamente una richiesta di risarcimento dei danni, e si basa, dal punto di vista pratico, su due principali indici idonei a guidare il giudice nella sua valutazione discrezionale: la prevalenza delle questioni comuni e la superiorità delle azioni di gruppo rispetto a ogni altro mezzo disponibile (cfr., per una puntuale illustrazione della disciplina in esame e dei suoi risvolti applicativi, P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, 246 ss., in specie 259 s.).

³⁷ Di là dalla frequenza con cui si verifica la stipula di un accordo transattivo, preme ricordare che, ai sensi della succitata *Rule 23(e)(1)(A)*, il giudice è chiamato a verificare l'equità, l'adeguatezza e la ragionevolezza di ogni accordo, compromesso o abbandono volontario delle pretese, questioni o difese di una classe, tanto nel caso in cui la *class action* sia stata «certificata» solo ai fini dello stesso accordo transattivo, quanto nell'ipotesi in cui la causa sia stata «certificata» per il *trial* e poi transatta. In ogni caso, spetta alla corte il non facile compito di valutare, indipendentemente dai termini dell'accordo, se gli interessi della classe siano meglio soddisfatti dalla transazione piuttosto che dalla prosecuzione del giudizio; in definitiva, se non vi siano fenomeni collusivi fra gli avvocati delle parti o fra queste ultime (cfr. P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, cit., 287 ss.).

³⁸ Sulla questione cfr., ad esempio, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 115.

Ed è proprio con riferimento a questi profili che possono cogliersi aspetti di consonanza con la prospettiva accolta dalla nostra Corte di Cassazione nella sentenza richiamata in apertura delle presenti noti e appaiono confermate la valenza “internazionale”³⁹ e la persistente vitalità della *FOTM theory*.

Può essere utile richiamare in proposito i temi (peraltro solo logicamente distinguibili e spesso destinati nella concreta realtà giudiziaria a sovrapporsi) della *transaction causation* e della *loss causation* quali componenti del *causation requirement* elaborato nella giurisprudenza nordamericana⁴⁰.

Occorre peraltro avere presente che l'incidenza dell'esatta o omessa informazione sugli acquisti (*cause transaction*) e la sua relazione con il danno (*loss transaction*) sono risolte dalla *FOTM theory* sul presupposto che l'investitore fa affidamento sul prezzo come vettore delle informazioni disponibili sul mercato; in una parola, sulla sua integrità⁴¹.

³⁹ E v., in questi termini, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 28, testo e nota 54. Particolarmente significativo ai nostri fini è il passaggio in cui la Suprema Corte richiama la «nota [...] affermazione per la quale il valore dei titoli incorpora le informazioni sui loro andamenti/rendimenti futuri. Essi insomma valgono anche a seconda della percezione che il mercato ne nutre» (Cass. 3 luglio 2014, n. 15224, cit.).

⁴⁰ Secondo la prospettazione fornita per la prima volta dal *Second Circuit* nel caso *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.* [507 F.2d 374 (2d Cir. 1974)], ai sensi del primo requisito l'attore deve provare che «violations in question caused the appellant to engage in the transaction in question», mentre sulla base del secondo è richiesta la prova «that the misrepresentation or omission caused the economic harm»: cfr., sulla portata innovativa di tale decisione e sulle aperture da essa offerte in termini di ampliamento degli strumenti di tutela degli investitori (nella specie, degli azionisti di minoranza), H.J. MCELHINNY, *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp: Fraudulent Mismanagement Independent of Misrepresentation or Nondisclosure Violates Rule 10b-5*, in *California Law Rev.*, vol. 63, 1975, 563 ss.

⁴¹ Non ci si può nascondere che una siffatta opzione ricostruttiva implica un'adesione alla tesi secondo cui l'interesse tutelato dall'ordinamento è, in ultima analisi, quello dell'«affidamento sull'integrità del prezzo»; con la conseguenza che un'eventuale tutela risarcitoria, la quale dovrà necessariamente indirizzarsi al singolo investitore anziché al mercato in sé, rappresenta il riflesso di una scelta ordinamentale intesa ad assicurare il corretto funzionamento del mercato e quindi uno strumento, destinato ad affiancarsi a quelli di diritto pubblico, mediante il quale l'ordinamento stesso vuole promuovere comportamenti coerenti con tale finalità (C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 33, testo e nota 63). La consapevolezza che il problema vada impostato e risolto anzitutto sul piano della valutazione giuridica, senza che assuma rilevanza l'assenza di un contatto diretto fra danneggiante e danneggiato (in ipotesi, fra le banche venditrici che avevano taciuto l'informazione riservata in loro possesso, e gli acquirenti delle azioni), ma guardando alle conseguenze dell'informazione omessa sulla formazione del prezzo, s'intravede nella citata sentenza della Cassazione sul caso SCI,

Impostato su queste basi, il problema del nesso causale si ridimensiona significativamente, in quanto si può ragionevolmente concludere che la violazione del dovere di fornire l'informazione «*price sensitive*» sia stata causa del danno. Sotto altro aspetto, ci si avvede che la *transaction causation* viene ad identificarsi con la *loss causation*, nella quale – ovvero nell'accertamento in concreto della *materiality* della falsa informazione – si puntualizza in definitiva il nesso di causalità⁴².

Ciò appare ancora una volta coerente con il carattere anonimo delle negoziazioni sul mercato secondario e con l'ampio grado di fungibilità dei valori in esso negoziati; sicché è ragionevole ritenere che in tali condizioni il prezzo rappresenti una qualità decisiva dei medesimi e che i fattori che ne determinano un'alterazione influiscono sulla decisione di chi negozia.

Si è già accennato che la tesi sopra esposta è persuasiva quando il mercato è efficiente, con la conseguente impossibilità di avvalersi della *Basic presump-*

la dove afferma che la disciplina speciale del mercato finanziario – in particolare la normativa sull'*insider trading* e sui doveri di correttezza e trasparenza dei soggetti che professionalmente operano sul mercato stesso – tende «a garantire la regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari sul mercato in generale, quindi a vantaggio di chiunque si trovi a contrattare sulla base di quei prezzi, in un dato momento, pur se in posizione indipendente dall'operatore deviante» (Cass. 3 luglio 2014, n. 15224). Se dunque la prospettiva accolta dal legislatore è quella di assicurare in termini ampi e generalizzati il funzionamento del mercato, sarebbe possibile attribuire agli stessi principi di correttezza e buona fede, pure dettati con riferimento al singolo rapporto obbligatorio (art. 1175 c.c.) o al singolo contratto (art. 1375 c.c.), un più vasto ambito di applicazione che travalica la sfera della singola relazione interpersonale (per una critica di tale argomento cfr., però, P. GIUDICI, *La Suprema Corte e la responsabilità civile da insider trading*, cit., 1387).

Sotto altro aspetto, è proprio nell'aver incentrato il requisito della *reliance* sull'integrità del prezzo quale risultato dell'informazione, anziché sulle informazioni comunicate dagli amministratori delle società emittenti al mercato, che si ravvisa il punto di debolezza della *Basic presumption* e la sua limitata efficacia anche sotto il profilo della tutela degli investitori, andando gli orientamenti delle Corti spesso a vantaggio di comportamenti poco virtuosi da parte del *management* degli stessi emittenti (C.W. MURDOCH, *Halliburton, Basic, and the Fraud on the Market: The Need for a New Paradigm*, in *Villanova Law Rev.*, vol. 60, 2015, 203 ss.).

⁴² Cfr., per tali rilievi, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 38 s.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 281 s.; M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto*, cit., 91. Può essere utile richiamare anche il caso *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* [406 U.S. 128 (1972)], secondo cui in ipotesi di omesse informazioni l'investitore è dispensato dal dover fornire la prova positiva di aver fatto affidamento su un'informazione rilevante mai data, essendo sufficiente ai fini del nesso causale la *materiality* dell'informazione medesima.

tion quando si accerti in concreto un difetto di efficienza del segmento di mercato cui l'operazione afferisce⁴³.

Si comprendono allora, da una parte, gli sforzi della dottrina intesi a rivedere, e a meglio precisare, lo stesso fondamento economico della presunzione in parola, dall'altra, il tentativo condotto nel caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*⁴⁴ di pervenire a un *overruling* della stessa.

Sotto il primo aspetto, si è affermata la necessità di focalizzare il requisito dell'«affidamento sull'integrità del prezzo» non tanto sull'efficienza del mercato rilevante, quanto sulla circostanza che la falsa rappresentazione abbia alterato il prezzo del titolo in questione⁴⁵. D'altro canto, anche in un mercato inefficiente relativamente ad alcune informazioni, una *misrepresentation* rilevante (si pensi alla falsa notizia che la società emittente sarà oggetto di un'offerta pubblica di acquisto) può causare una significativa e rapida distorsione del prezzo⁴⁶.

⁴³ Vanno considerate nuovamente le acquisizioni della finanza e dell'economia comportamentale, le quali hanno messo in evidenza la possibile irrazionalità sia delle scelte degli investitori, sia dell'andamento dei prezzi di mercato, difficilmente giustificabili alla luce di una presunta efficienza informativa dello stesso (cfr., fra gli altri, F.C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the Markets Meets Behavioural Finance*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 31, 2006, 455 ss., i quali segnalano, in particolare, che persino mercati ben sviluppati non incorporano uniformemente le informazioni nel prezzo con un'elevata rapidità; J.D. COX, *Understanding Causation in Private Securities Law Suits: Building on Amgen*, in *Vanderbilt Law Rev.*, vol. 66, 2013, 1732, che ugualmente osserva come «friction in assessing public information» e la presenza di «processing costs» comportano che non tutte le informazioni disponibili sono incorporate nel prezzo del titolo con la stessa celerità: M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Markets Hypothesis and Loss Causation*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 18, 2012, 216). E tuttavia non si è mancato di formulare il monito a considerare il fondamento pragmatico, piuttosto che teoretico, della *Basic presumption* e la sua rispondenza agli obiettivi delle *securities laws*, fra i quali la tutela degli investitori e la promozione della fiducia (BA. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, vol. 44, 2013, in specie 1501 ss.).

⁴⁴ 189 L. Ed. 2d 339; 2014 U.S. LEXIS 4305; U.S.L.W. 4522; 24 Fla. L. Weekly Fed. S. 897.

⁴⁵ Cfr. L.A. BEBCHUK, A. FERRELL, *Rethinking Basic*, in *Bus. Law.*, vol. 69, 2014, 671, i quali argomentano il rilievo decisivo della «*fraudulent price distortion*» che, per un verso, sarebbe idonea a porre tutti gli investitori che abbiano negoziato i titoli in una determinata finestra temporale nella stessa posizione e a consentire la certificazione della classe, per l'altro, richiederebbe non più di verificare se effettivamente l'operazione di acquisto o di vendita sia avvenuta in un mercato efficiente, ma di accertare se la falsa rappresentazione abbia distorto il prezzo di mercato.

⁴⁶ Cfr. C.R. KORSMO, *Market Efficiency and Fraud on the Market: the Danger of Halliburton*, in *Lewis and Clark Law Rev.*, vol. 18, 2015, in specie 860 ss.; J.R. MACEY, G.P. MILLER, M.L. MITCHELL, J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in *Virginia Law Rev.*, vol. 77, 1991, 1017 ss.

Può dunque apparire singolare che nel succitato caso *Halliburton*, la Corte – nel negare la sussistenza di ragioni di *policy* per abbandonare la *Basic presumption* – faccia riferimento proprio alla *market efficiency* quale uno dei prerequisiti richiesti affinché l'investitore possa invocare la presunzione in parola⁴⁷. Si ammette, tuttavia, la possibilità per il convenuto di fornire la prova che la falsa informazione non abbia avuto un impatto sul prezzo di mercato così da superare in determinati casi la presunzione di *reliance*⁴⁸.

9. Considerazioni conclusive

Le considerazioni svolte testimoniano l'esigenza, comune ai diversi ordinamenti, di affiancare al *public enforcement* affidato alle funzioni sanzionatorie e di controllo delle autorità di vigilanza, strumenti di tutela privatistica che, sullo sfondo di discipline speciali improntate a *standard* di trasparenza e correttezza, concorrano a salvaguardare la fiducia nel buon funzionamento del mercato finanziario⁴⁹.

⁴⁷ Tuttavia, la *Supreme Court* accoglie una nozione flessibile di efficienza del mercato, in base alla quale i prezzi tendono a riflettere le nuove informazioni, se pure in modo non immediato e completo, così superando la rigida impostazione seguita dalle Corti inferiori e discostandosi dalle versioni più "estreme" della *Capital Market Efficient Hypothesis (ECMH)*: cfr., per questa interpretazione, E.A. ISAACSON, *The Roberts Court and Securities Class Actions: Reaffirming Basic Principles*, in *Akron Law Review*, vol. 48, 2015, in specie 960 ss.

⁴⁸ Cfr., per una critica a tale impostazione che finisce per anticipare alla fase della certificazione la disputa riguardante l'impatto della *misrepresentation* sul prezzo di mercato, che è un aspetto della *materiality* e in definitiva della *loss causation*, C.W. MURDOCH, *Halliburton, Basic, and the Fraud on the Market*, cit., 220 ss.; sulle implicazioni di questa più ampia *discovery* che viene ad estendersi a qualsiasi fattore in grado di interrompere il nesso fra la falsa rappresentazione e il prezzo pagato o ricevuto dall'investitore, cfr. pure V.E. SCHWARTZ, C.E. APPEL, *Rebutting the Fraud on the Market Presumption in Securities Fraud Class Actions: Halliburton II Opens the Door*, in *Michigan Business & Entrepreneurial Law Rev.*, vol. 5, 2016, 46 ss.

⁴⁹ Appare quindi sostanzialmente condivisibile la lettura incline a ravvisare nel caso SCI una conferma della possibilità di far operare in maniera coordinata e sinergica le molteplici spinte verso la valorizzazione di specifiche misure compensative al fine di garantire «una tutela dell'investitore che non sia il mero riflesso di discipline orientate al raggiungimento dell'interesse pubblico al corretto funzionamento del mercato» (V. CARIDI, *Danno e responsabilità*, cit., 251, corsivo nell'originale).

In una più ampia prospettiva, la centralità del «problema politico» consistente nel «riconoscere pretese direttamente azionabili da parte dei singoli investitori», sia pure in posizione eventuale e secondaria rispetto alle sanzioni pubblicistiche, trattandosi nel nostro caso di

Sono emerse, nello stesso tempo, la necessità di adattare i consueti rimedi privatistici alle specifiche modalità operative del mercato secondario e la connessa difficoltà di ricostruire solidi ed univoci postulati teorici idonei a giustificare il riconoscimento di una pretesa risarcitoria a favore dell'investitore che abbia negoziato in una situazione in cui il difetto di informazione sia stato in grado di incidere sulla correttezza ed integrità del prezzo, a prescindere dai connotati concreti della singola vicenda informativa⁵⁰.

In tale prospettiva appare imprescindibile lo sforzo – che pare accomunare l'intervento dei nostri giudici di legittimità al consolidato, seppure non incontrovertito, orientamento della giurisprudenza d'oltreoceano – di coniugare i principi informativi della disciplina della responsabilità civile, e le istanze di compensazione e di deterrenza ad essa sottese, con le peculiarità di transazioni anonime e impersonali che coinvolgono molteplici e variegate sfere di interessi, ascrivibili alla società e ai suoi amministratori, agli investitori nella loro diversa caratterizzazione giuridica ed economica (professionali o *retail*, «imprenditori» o «risparmiatori», attuali o meramente potenziali) e al mercato nel suo complesso.

comportamenti che incidono direttamente sul mercato e solo indirettamente sugli interessi individuali degli investitori medesimi (C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 31), è distintamente avvertita dalla giurisprudenza teorica e pratica statunitense. Invero, a fronte del laconico dettato secondo cui obiettivo del *Securities and Exchange Act* è quello di assicurare «the maintenance of fair and honest markets» (cfr. 15 U.S.C. § 78b), la *section 10* attribuisce alla *Securities and Exchange Commission (SEC)* il potere di dettare «anti-fraud regulations» «as necessary or appropriate in the public interest or for the protections of investors» [*ibidem*, § 78m(d)(1)]. Ne sono conseguiti l'emanazione ad opera della *SEC* della più volte citata *Rule 10b-5* e, con essa, il riconoscimento da parte delle corti federali dell'importanza del ruolo giocato dai rimedi privatistici nell'*enforcement* delle *securities laws* (cfr., al riguardo, C.W. MURDOCH, Halliburton, *Basic, and the Fraud on the Market*, cit., 206 s.).

⁵⁰ Si è giustamente osservato (C. ANGELICI, *Su mercato finanziario*, cit., 35, nota 67) che solo impostando il problema nei termini di un'incidenza del *deficit* informativo sulla formazione del prezzo di mercato diviene possibile fornire «una soluzione omogenea per le ipotesi della informazione falsa e della omissione di comunicazioni dovute: in entrambi i casi è certamente possibile escludere la tutela di conosca la "verità", mentre nel secondo caso solo artificialmente si potrebbe discorrere di un concreto "affidamento" ad una comunicazione che in realtà non vi è stata». È indicativa in tal senso, nell'ordinamento tedesco, la diversa formulazione dei §§ 37b e 37c del *Wertpapierhandelsgesetz (WPHG)*, chiamati ad integrare con riferimento al mercato secondario la responsabilità da prospetto prevista per il mercato primario dal § 21 ss. del medesimo testo normativo.