TESI DI DOTTORATO

SCUOLA INTERNAZIONALE DI DIRITTO ED ECONOMIA

"TULLIO ASCARELLI"

XXIV CICLO – SEZ. DIRITTO CIVILE

L'integrità del mercato

Profili civilistici e regolatori

per un'agenda di ricerca

Anno accademico 2010/2011

Autore: Giovanni Diele

Relatore: Chiarissimo Prof. Andrea Zoppini

Università degli studi "Roma Tre"

Sommario

1. Premessa. 5

2. L'*integrità del mercato*: genesi e significato di un sintagma. 8

2.1. Le fonti normative comunitarie e nazionali. 8

2.1.1. L'*integrità del mercato* nel diritto comunitario. 8

2.1.1.1. I primi provvedimenti. 9

2.1.1.2. Gli interventi normativi conseguenti all'approccio *Lamfalussy*. 10

2.1.1.3. La direttiva 2003/6/CE e la MIFID. 13

2.1.2. L'*integrità del mercato* nel diritto nazionale. 15

2.1.3. L'*integrità del mercato* tra clausola generale e norma di principio. 19

2.2. Il mercato integro nella prospettiva gius-economica. 22

2.2.1. I mercati efficienti e i costi transattivi: la *efficient capital market theory*. 24

2.2.2. La *behavioral economics* e i limiti alla *efficient capital market hypothesis*. 31

2.2.3. Impostazione del problema con riguardo alla presente analisi. 36

2.3 L'*integrità del mercato* nell'art. 21 TUF. 38

2.3.1 L'*integrità del mercato* nel dibattito sulla violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari. 40

2.3.1.1. Introduzione. 40

2.3.1.2. Lo stato dell'arte prima dell'intervento delle Sezioni Unite. 41

2.3.1.3. La questione davanti alle sezioni unite. 46

2.3.1.4. Le critiche alla decisione delle Sezioni Unite. 49

2.3.1.5. L'invalidità in funzione regolatoria. 50

2.3.2. L'*integrità del mercato* nell'art. 187-*undecies* TUF. 55

2.3.2.1. Note introduttive. 55

2.3.2.2. L'evoluzione giurisprudenziale. Le prime pronunce di merito. 59

2.3.2.3 La recente cassazione n. 8588/2010. 64

2.4. Definizione d'*integrità del mercato* e prosieguo dell'indagine. 65

3. Qualità delle regole e *integrità del mercato*. 69

3.1. L'esempio della Consob con le vendite allo scoperto: l'attività regolatoria e repressiva. I limiti riscontrabili nell'attività dell'autorità. 69

3.2. L'esempio della Banca d'Italia e il nuovo art. 127 TUB. 81

3.3. I limiti del *public enforcement*. 84

4 La necessità del *private enforcement* per garantire l'integrità dei mercati. 85

4.1. L'elaborazione teorica del problema nell'ambito del diritto antitrust. 85

4.1.1. La "spinta" comunitaria verso il *private enforcement* del diritto antitrust. 85

4.1.2. *Private enforcement* antitrust e art. 2043 cod. civ. 91

4.1.3. La decisione della Cassazione n. 2305/2007. 94

4.1.4. Il *private enforcement* a tutela della libertà di scelta del consumatore. 96

4.2. Il *private enforcement* e i mercati finanziari. 98

4.2.1. La sufficienza del *public enforcement*: critica. 99

4.2.2. I limiti del *private enforcement* e il giusto bilanciamento. 104

4.3. L'azione di classe a tutela dell'*integrità del mercato*: il rafforzamento del *private enforcement* e i suoi limiti nell'ambito dei mercati finanziari. 106

4.3.1. Il nuovo strumento processuale. 106

4.3.2. Limiti all'utilizzabilità dell'azione di classe a tutela dell'*integrità del mercato*. 111

4.3.3. L'azione di classe non si applica alle materie regolate dal TUF. 116

5. Danno all'*integrità del mercato* (secondario) e responsabilità civile. 119

5.1.1. Le specie di danni da diffusione di informazioni non corrette sul mercato finanziario. 120

5.1.2. La responsabilità sul mercato secondario negli Stati Uniti. 123

5.1.3. I criteri di imputazione della responsabilità nel nostro ordinamento. 126

5.1.4. La recente sentenza del tribunale di Milano. 133

5.1.5. I profili critici dell'attuale orientamento giurisprudenziale.... 135

A) La responsabilità dell'emittente. 135

B) La responsabilità degli organi. 141

5.1.6. Il recente *revirement* negli Stati Uniti: rivalutazione del *public enforcement* a tutela dell'*integrità del mercato*? 144

5.2 Il caso dell'*insider trading*. 147

5.2.1. Natura dell'*insider trading* e ipotesi di responsabilità. 147

5.2.2. Il caso SCI costruzioni..... 151

5.2.3. Le difficoltà a riconoscere l'applicabilità dell'art. 2043 cod. civ. ai casi di *insider trading*. 153

5.3. Considerazioni di sintesi. 155

6 Conclusioni. 157

7. Bibliografia..... 162

1. Premessa.

Con il presente lavoro intendo analizzare il significato di un sintagma che compare nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico della Finanza ('**TUF**'): l'*integrità del mercato* (o *dei mercati*), ed al quale appare possibile imputare la natura di principio ordinante sia nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari, la revisione della quale è ormai al centro del dibattito dottrinale dopo la crisi che ha colpito il settore, sia nell'ambito dei rapporti tra consumatori e risparmiatori da un lato e istituti di credito, intermediari ed emittenti quotati dall'altro.

L'*integrità del mercato* appare, infatti, principio generale nel quale può risolversi, da un canto, l'attività del legislatore e dei regolatori volta a preservare (o meglio contribuire alla costruzione) di mercati efficienti e pienamente concorrenziali; dall'altro canto, l'individuazione dei più opportuni rimedi, *pubblicistici* e *privatistici* a un tempo, volti a tutelare la libertà di scelta degli attori deboli del mercato, i consumatori-investitori.

Quanto appena affermato, vale a dire il ruolo bifronte che occorre assegnare all'*integrità del mercato*, è reso del resto palese anche dalla sua collocazione topografica, all'interno del TUF. Si vedano ad esempio:

i. l'art. 6, comma 02, TUF (rubricato "*Vigilanza regolamentare*") dispone che "*Per le materie disciplinate dalla direttiva 2006/73/CE, della Commissione, del 10 agosto 2006* [in tema di requisiti di organizzazione e condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento, n.d.a.], *la Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi a quelli previsti dalla direttiva medesima solo nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della* <u>*necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato*</u>" (enfasi aggiunta);

ii. l'art. 21, comma 1, lett. a), TUF (rubricato "Criteri generali" e collocate nell'ambito della disciplina delle attività e dei servizi di investimento) prevede che "*Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:*

a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; […]" (enfasi aggiunta).

Nella prima delle disposizioni considerate l'*integrità del mercato* segna l'obiettivo che le autorità di vigilanza possono porre a fondamento di interventi regolatori straordinari sui mercati; nella seconda, l'*integrità dei mercati* segna invece lo scopo al quale debbono conformarsi le condotte delle imprese di investimento nell'esercizio della loro attività.

In questa prospettiva, l'indagine sarà quindi indirizzata a cogliere le potenzialità della *integrità del mercato*, quale norma di principio o clausola generale dell'ordinamento del mercato: alla luce del quadro normativo di riferimento, dunque, la prima alternativa che mi propongo di sciogliere è nella qualificazione da attribuire all'espressione *integrità del mercato* in termini, appunto, di clausola generale o norma di principio[1].

Sciolta questa alternativa, una rassegna di economia, oltre che di diritto, consentirà d'intendere al meglio, e riempire di contenuto, la nozione di mercato e di mercato integro, nonché dei soggetti che ne sono i protagonisti.

L'indagine proseguirà poi con una disamina dei fondamentali profili civilistici e regolatori interessati dalla nozione di *integrità del mercato* e, dunque, sia degli effetti che, sul piano dei rapporti interprivati discendono dalla messa in pericolo o dalla lesione dell'*integrità dei mercati*; sia delle misure che, sul piano pubblicistico dell'attività di vigilanza, le autorità hanno adottato o possono adottare per assicurare la conservazione dell'*integrità del mercato*.

A questo fine, una volta che sarà compiutamente articolato il significato della nozione in parola, tenterò di verificare se e in che termini l'*integrità del mercato* necessiti di essere tutelata attraverso i rimedi e le tecniche di tutela proprie del diritto privato accanto agli strumenti tipici di *public enforcement* per assicurarne l'effettività.

---

[1] Per una recente ricostruzione del dibattito gius-filosofico sulla natura delle clausole generali e sulla distinzione con le norme di principio cfr., da ultimo, M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, relazione svolta al II Convegno Nazionale di "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma, 11-12 febbraio 2011, consultabile in www.orizzontideldirittocommerciale.it e pubblicata in *Riv. crit. dir. priv.*, 3, 2011, p. 345 ss. Per ulteriore letteratura si rinvia al cap. 2.1.3.

Anche in considerazione della novità della tematica affrontata, a conclusione della presente trattazione – e questo è evidentemente il senso della sua titolazione – intendo proporre una serie di tematiche utili ad un'agenda di ricerca.

Mi sforzerò, dunque, di evidenziare le interrelazioni sistematiche tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza che sembrano potere discendere dalla analisi del significato di *integrità del mercato*, ossia di quella che, come detto, può a mio avviso essere definita come norma di principio dell'ordinamento dei mercati, cui regolazione, comportamenti degli emittenti e degli intermediari e più in generale delle imprese, debbono ispirarsi a tutela dei consumatori-investitori e, in definitiva, del nostro attuale sistema economico-politico.

2. L'*integrità del mercato*: genesi e significato di un sintagma.

Per la presente analisi sembra preliminarmente necessario offrire:

i. una ricostruzione del quadro normativo che regola l'*integrità del mercato*, con riferimento alla legislazione comunitaria e nazionale;

ii. una prospettazione, in termini strettamente economici, della nozione di *integrità del mercato*;

iii. una compiuta descrizione delle elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali che, in specie con riferimento a talune disposizioni del TUF, hanno "usato" l'*integrità del mercato* quale chiave di lettura della disciplina degli intermediari e dei mercati.

All'esito dell'indagine appena descritta, sarà agevole proporre con maggiore dettaglio una propria nozione di *integrità del mercato* e dei suoi corollari, per conseguentemente affrontarne i più significativi risvolti in termini civilistici e regolatori.

2.1. Le fonti normative comunitarie e nazionali.

Nell'ambito delle previsioni normative che discorrono di *integrità del mercato*, nessuna di esse ne reca una compiuta definizione. Ferma restando allora la necessità di verificare se una ricostruzione di tale definizione sia possibile alla luce delle scienze economiche e finanziarie, è tuttavia opportuno sin d'ora individuare le fonti che disciplinano l'*integrità del mercato* (o dei mercati), all'uopo evidenziando l'evoluzione del contesto normativo di riferimento sia internazionale sia interno.

2.1.1. L'*integrità del mercato* nel diritto comunitario.

2.1.1.1. I primi provvedimenti.

Tra i primi atti legislativi che prendono in considerazione l'*integrità del mercato* v'è la direttiva Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari[2]. Nell'ambito di tale direttiva all'art. 11, comma 1, si stabilisce che:

«Gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza. Tali norme devono […] obbligare l'impresa d'investimento a:

- agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'*integrità del mercato*;

- agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'*integrità del mercato*;

[…]

- conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'*integrità del mercato*».

Nei *considerando* preliminari alla direttiva, tuttavia, non si prende espressamente in considerazione l'*integrità del mercato*.

Già in una comunicazione della commissione europea del 2000 sono, non di meno, contenuti taluni riferimenti che appaiono utili a costruire la nozione di *integrità del mercato*, o meglio a delimitarne negativamente il significato[3]. Posto che l'integrazione e l'efficienza dei mercati finanziari dell'UE sono di importanza capitale sia per il buon funzionamento dell'economia europea nel suo insieme, sia, in particolare, per il passaggio ad un'economia fondata sulla conoscenza, con la predetta comunicazione la Commissione ha inteso contribuire ad un approfondimento sull'eventuale modifica della direttiva 93/22/CE. D'interesse è quanto affermato in quella sede con riferimento all'art. 11 della direttiva – che,

[2] Pubblicata sulla Gazzetta ufficiale n. L 141 dell'11/06/1993.
[3] Cfr. Comunicazione della Commissione 14.11.2000 COM(2000) 722.

riguardando le norme di comportamento delle imprese di investimento, è una delle disposizioni fondamentali in materia – là dove si chiarisce che:

«Le norme di comportamento sono intese a mantenere la fiducia degli investitori e l'*integrità del mercato* dettando delle regole che i prestatori di servizi d'investimento devono osservare nell'esercizio della loro attività. […]. In particolare, i prestatori di servizi sono tenuti a:

- agire in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei clienti e dell'*integrità del mercato*. […].

L'articolo 11 impone anche ai prestatori di servizi d'investimento di "conformarsi a tutte le normative applicabili [..] in modo da promuovere [..] l'*integrità del mercato*." Questa categoria di norme di comportamento comprende regole intese ad evitare la manipolazione del mercato ed altre pratiche sleali. […]».

Queste precisazioni appaiono di particolare importanza giacché consentono, per un verso, di escludere che l'*integrità del mercato* possa essere confusa con l'interesse dei clienti; per altro verso, di comprendere tra le norme, volte appunto alla conservazione (o meglio, promozione) dell'*integrità del mercato*, anche quelle concernenti la manipolazione del mercato ed altre pratiche sleali.

2.1.1.2. Gli interventi normativi conseguenti all'approccio *Lamfalussy*.

Sempre allo scopo di individuare le fonti comunitarie che possano agevolare una ricostruzione della definizione di *integrità del mercato* occorre a questo punto rammentare[4] che il Consiglio ECOFIN di Lisbona del 17 luglio 2000, consapevole, peraltro, del fatto che, a causa della profonda trasformazione del mercato europeo degli investimenti in strumenti finanziari registratasi nel corso dell'ultimo decennio, i risultati ottenuti con la direttiva 93/22/CEE non fossero sufficienti per la creazione di un vero mercato comune dei servizi finanziari, ha istituito un Comitato dei Saggi, presieduto da Alexandre Lamfalussy, con lo specifico incarico di elaborare una relazione sulla

[4] Sul punto si v., per un ampio riepilogo, S. BASTIANON, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. un. eur.*, 2008, 2, p. 255 ss.

regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari in Europa. Chiave di volta della relazione presentata dal Comitato dei Saggi il 15 febbraio 2001 è stata l'introduzione di una nuova tecnica legislativa, strutturata su un approccio a quattro livelli, divenuto noto come "approccio *Lamfalussy*"[5], e finalizzata a «creare un impianto giuridico che risponda alle esigenze di celerità, efficienza e flessibilità nella regolamentazione del mercato finanziario»[6]. Ai fini che qui rilevano, è sufficiente delineare sommariamente i tratti salienti di ciascuno dei quattro livelli in questione: al 1° livello era prevista l'adozione da parte delle istituzioni comunitarie, attraverso la procedura di co-decisione *ex* art. 251 del Trattato di Roma, di direttive o regolamenti contenenti i principi-quadro dell'azione comunitaria in materia di servizi finanziari; al 2° livello era prevista l'adozione da parte della Commissione, sulla base di pareri del C.E.S.R. (*Committee of European Securities Regulators*[7]) e dell'E.S.C. (*European Securities Committee*[8]) e in conformità alla procedura di "comitologia"[9], di specifiche misure

---

[5] Cfr. Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities market, consultabile in http://ec.europa.eu/internal-market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men-en.pdf.

[6] Cfr. A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole di vigilanza del mercato finanziario europeo. Opportunità, limiti, nuove soluzioni*, Roma, 2007, p. 41. L'autrice offre una approfondita ricostruzione dei presupposti e delle conseguenze derivanti dal c.d. metodo *Lamfalussy*. Peraltro, a conferma della rilevanza dell'approccio Lamfalussy si evidenzia che il Consiglio Ecofin del 3 dicembre 2002 ha previsto l'estensione di tale approccio anche ai settori bancario e assicurativo e ai conglomerati finanziari (cfr. www.consilium.europa.eu).

[7] Decisione della Commissione 2001/527/CE del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, in *GUCE* L 191 del 13 luglio 2001, p. 43, modificata dalla decisione della Commissione 2004/7/CE del 5 novembre 2003, in *GUUE* L 3 del 7 gennaio 2004, p. 32. Il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari ha natura prettamente tecnica ed è composto da rappresentanti ad alto livello delle autorità nazionali pubbliche competenti per il settore dei valori mobiliari. Esso ha il compito di assistere la Commissione, al di fuori della procedura di comitologia, nelle questioni connesse alle politiche in materia di valori mobiliari nonché nella preparazione di progetti di misure di esecuzione in tale ambito, sia su richiesta della Commissione sia di propria iniziativa.
Sulla c.d. procedura di "comitologia" v. L. DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea. Sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Milano, 2010, p. 126 ss.

[8] Decisione della Commissione 2001/528/CE del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato europeo dei valori mobiliari, in *GUCE* L 191 del 13 luglio 2001, p. 45, modificata dalla decisione della Commissione 2004/8/CE del 5 novembre 2003, in *GUUE* L 3 del 7 gennaio 2004, p. 33. Il comitato europeo dei valori mobiliari ha natura prettamente politica ed è composto da rappresentanti ad alto livello degli Stati membri. Esso, in qualità di comitato di regolamentazione, ha il compito di assistere la Commissione nelle questioni inerenti alle politiche nel settore dei valori mobiliari nonché in merito ai progetti di proposte legislative che la Commissione decida di adottare in materia.

[9] Decisione del Consiglio del 29 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione, in *GUCE* L 184 del 17 luglio 1999, p. 23. In dottrina v. A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in *Riv. it. dir. pub.*

tecniche finalizzate a dare attuazione ai principi-quadro enunciati negli atti di 1° livello; al 3° livello era previsto il rafforzamento della cooperazione tra le varie autorità nazionali di vigilanza dei mercati finanziari riunite in seno al C.E.S.R. al fine di assicurare un'effettiva ed uniforme trasposizione a livello interno degli atti normativi di 1° e 2° livello; da ultimo, per quanto riguarda il 4° livello, l'approccio *Lamfalussy* prevedeva un'attività di vigilanza e controllo da parte della Commissione sul rispetto da parte degli Stati membri degli obblighi derivanti dalla normativa comunitaria e l'eventuale avvio da parte dell'esecutivo comunitario di procedure di infrazione ai sensi dell'art. 226 del Trattato di Roma.

Ad oggi le direttive di 1° livello adottate in attuazione dell'approccio *Lamfalussy* sono quattro: la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (c.d. direttiva sugli abusi di mercato), la direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (c.d. direttiva prospetto), la direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (c.d. direttiva trasparenza) e la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID).

Estremamente ricca e variegata si presenta anche la normativa comunitaria di 2° livello in relazione alla quale occorre menzionare: *a*) in materia abusi di mercato, le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE, 2004/72/CE e il regolamento n. 2273/03; *b*) in materia di prospetto informativo, il regolamento 809/2004, successivamente modificato dal regolamento n. 1787/06; *c*) in materia di trasparenza, la direttiva 2007/14; *d*) con riferimento, infine, alla MiFID, la direttiva 2006/73/CE e il regolamento n. 1287/06.

---

com., 1999, p. 1502; G. TIBERI, *La riforma della comitologia*, in *Quad. cost.*, 2000, p. 469; P. CRISCUOLO, *La comitologia: problemi teorici e vantaggi pratici*, in *Comunità internaz.*, 1999, p. 740.

2.1.1.3. La direttiva 2003/6/CE e la MIFID.

Per quanto interessa in questa sede, è rilevante la direttiva 2003/6/CE del Parlamento e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato[10]. A sostegno delle misure tese a imporre agli Stati membri una disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e delle manipolazioni di mercato, la direttiva si pone anche l'obiettivo di rafforzare e tutelare l'*integrità del mercato*. In particolare:

i. al secondo considerando si 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»;

ii. all'undicesimo considerando si afferma che «Il vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'*integrità del mercato* è incompleto. […] In alcuni Stati membri non esiste alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli»;

iii. al dodicesimo considerando si afferma che «Gli abusi di mercato comprendono l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. 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. […]»;

---

[10] Pubblicata in gazzetta ufficiale L 96/16 del 12 aprile 2003. Per i primi commenti alla disciplina recata dalla direttiva si vedano G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 43 ss.; A. SAPONARO, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Soc.*, 2004, p. 767 ss.; S. SALERNO, *I fenomeni di market abuse: la disciplina dell'aggiotaggio su strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria*, in *Riv. pen.*, 2004, p. 297 ss.; A. TISEO, *La direttiva 2003/6 CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato*, in *Dir. formazione*, 2004, p. 1539 ss.

iv. al ventiquattresimo considerando si afferma 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 […]»;

I considerando appena trascritti menzionano, senza precisarne gli esatti contenuti, l'*integrità del mercato*. Per comprenderne la portata occorre considerare che tale direttiva sull'abuso di mercato può senz'altro annoverarsi tra le misure post-Enron adottate nell'Unione europea per contrastare scandali finanziari simili a quelli che si erano susseguiti sulla scia di Enron, Worldcom ed altre società statunitensi. Questi scandali sono, come noto, derivati da frodi contabili che hanno avuto effetti devastanti e ampia risonanza sui mercati finanziari (e che hanno trovato poi omologhi in Europa nei casi Ahold, Adecco e Parmalat).

Il loro impatto è stato aggravato dalle pratiche manipolatorie di banche di investimento e analisti finanziari che hanno gonfiato i prezzi delle azioni della *new economy* contribuendo alla bolla speculativa. La Direttiva in discorso vieta tali pratiche fraudolente e manipolatorie e pone le basi per una nuova disciplina delle raccomandazioni di investimento.

Vero è però che, ai fini della nostra analisi, la direttiva sembra fondare la *ratio* dei suoi interventi (anche) sull'*integrità del mercato* senza darne una specifica definizione. Anzi, quasi tautologicamente, la direttiva afferma che l'abuso di informazioni privilegiate merita di essere sanzionato proprio perché lede l'*integrità del mercato*[11].

In definitiva, anche il testo della direttiva in esame non aiuta a comprendere in maniera precisa cosa debba esattamente intendersi per *integrità del mercato*; tale direttiva consente tuttavia di affermare che vi è una stretta

[11] Cfr. G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato, cit.*, p. 46 ss.

correlazione – ma, a un tempo, anche distinzione – tra *integrità del mercato* e trasparenza informativa[12].

Dell'anno successivo alla direttiva 2003/6/CE è poi la c.d. Mifid, ossia la direttiva 2004/39/CE del parlamento e del consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio. Di là dall'importanza di questa normativa alla quale ampiamente ci dedicheremo, in questa sede merita osservare come la Mifid menzioni più volte l'*integrità del mercato*, dedicandovi l'intera sezione III senza tuttavia dare ancora una volta una definizione compiuta a tale espressione.

2.1.2. L'*integrità del mercato* nel diritto nazionale.

Con il recepimento della normativa comunitaria esaminata al precedente capitolo, anche nell'ambito dell'ordinamento italiano è stata introdotta la nozione di *integrità del mercato*.

Essa ricorre, quanto alla normativa primaria, solo nell'ambito del TUF:

i) al già citato art. 6, comma 02, inserito dall'art. 2 del decreto legislativo del 17 settembre 2007, n. 164;

ii) al già citato art. 21, comma 1, comma dapprima modificato dall'art. 14 della l. n. 262 del 28.12.2005 e dall'art. 10, comma 6 della l. n. 13 del 6.2.2007 (Legge comunitaria 2006) e poi così sostituito dall'art. 4 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007;

iii) all'art. 25, comma 3, secondo il quale:

[12] Sul punto appare utile richiamare le sentenze della Corte di giustizia del 23 dicembre 2009, causa C-45/08; 22 novembre 2005, causa C-384/02, del 7 luglio 2011, causa C-445/09. Tutte queste sentenze chiariscono che «la direttiva 2003/6 ha lo scopo, come in particolare ricordato nei suoi secondo e dodicesimo 'considerando', di assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione europea e di rafforzare la fiducia degli investitori in tali mercati. Tale fiducia riposa, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate e le manipolazioni dei prezzi di mercato».

«I soggetti [diversi dalle Sim e dalle banche], ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati»;

iv) all'art. 40, comma 1, come modificato dal dall'art. 13 del d.lgs. n. 274 dell'1.8.2003 secondo il quale:

«Le Sgr devono:

a) operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'*integrità del mercato*;[…]»;

v) all'art. 187-septies, comma 3, introdotto dall'art. 9 della l. n. 62 del 18.4.2005 (*Legge comunitaria 2004*), secondo il quale:

«3. Il provvedimento di applicazione delle sanzioni è pubblicato per estratto nel Bollettino della Consob. Avuto riguardo alla natura delle violazioni e degli interessi coinvolti, possono essere stabilite dalla Consob modalità ulteriori per dare pubblicità al provvedimento, ponendo le relative spese a carico dell'autore della violazione. La Consob, anche dietro richiesta degli interessati, può differire ovvero escludere, in tutto o in parte, la pubblicazione del provvedimento, quando da questa possa derivare grave pregiudizio alla *integrità del mercato* ovvero questa possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte»;

vi) all'art. 187-*undecies*, introdotto dall'art. 9 della l. n. 62 del 18.4.2005 (*Legge comunitaria 2004*), secondo il quale:

«1. Nei procedimenti per i reati previsti dagli articoli 184 e 185, la Consob esercita i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.

2. La Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'*integrità del mercato*, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del

colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato».

L'*integrità del mercato* di cui agli artt. 21 e 25, comma 3, e 40, comma 1, TUF è peraltro presidiata da espressa sanzione amministrativa. L'art. 190 TUF prevede infatti:

i. al comma 1 che:

   «I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione e i dipendenti di società o enti abilitati, i quali non osservano le disposizioni previste dagli articoli è […] 21; […] 25; […]; 40, comma 1; […] ovvero le disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob in base ai medesimi articoli, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro duemilacinquecento a euro duecentocinquantamila»;

ii. al comma 2, lett. d-ter) che:

   «La stessa sanzione si applica: […] agli operatori ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati in caso di inosservanza delle disposizioni previste dall'articolo 25, comma 3».

Occorre, altresì, segnalare che l'*integrità del mercato* è menzionata anche nella normativa secondaria, di attuazione del TUF, adottata dalla Consob. In particolare:

i. all'art. 65, comma 1, del Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (adottato con dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008 e n. 17581 del 3 dicembre 2010) si prevede che:

   «1. Nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV:

   a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità dei mercati»;

ii. nell'ambito del Titolo VII (rubricato, Integrità dei mercati), Capo I (rubricato, Prassi di mercato ammesse) del Regolamento recante

norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati (adottato con dalla Consob con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16530 del 25 giugno 2008, n. 16850 del 1° aprile 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010 e n. 17389 del 23 giugno 2010, all'art. 40, comma 1 si prevede che:

«1. Ai fini dell'applicazione degli articoli 181, comma 2, e 187-ter, comma 4, del Testo Unico la Consob nel valutare l'ammissibilità di una prassi di mercato di cui all'articolo 180, comma 1, lettera c) del Testo Unico tiene conto dei seguenti criteri non esaustivi: […] e) il rischio inerente alla prassi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità […]»[13].

La *scarsa* elaborazione teorica della nozione d'*integrità del mercato* avvenuta in base al tenore testuale delle disposizioni appena trascritte – e sulla quale comunque tornerò più approfonditamente *infra* – si è prevalentemente concentrata sull'art. 21 e sull'art. 187-*undecies* del TUF.

È dunque alle indagini dottrinali e alle pronunce giurisprudenziali che hanno coinvolto queste due disposizioni che dedicherò i successivi paragrafi onde contribuire a costruire l'armatura della nozione d'*integrità del mercato*. Questa analisi, come anticipato, sarà tuttavia preceduta da un approfondimento di tipo gius-economico.

Prima di arrivare a riempire di contenuti l'espressione *integrità del mercato* occorre tuttavia sciogliere una riserva formulata già in sede di premesse e, segnatamente, tentare di stabilire se l'*integrità del mercato* sia una clausola generale o, diversamente, una norma di principio.

---

[13] È interessante notare come del catalogo delle norme che recano riferimenti all'*integrità del mercato*, soltanto l'art. 21 è presente nell'attuale formulazione già dal 1998 anno di entrata in vigore del TUF. Solo nel 2003 tale nozione fa la sua comparsa all'art. 40 dopo le modifiche di cui all'art. 13 del d.lgs. n. 274 del 1.8.2003; nel 2005, fa la sua comparsa agli artt. 187-septies e 187-undicies dopo le modifiche di cui alla l. n. 62 del 18.4.2005; nel 2007, fa la sua comparsa all'art. 6, dopo le modifiche di cui all'art. 2 del decreto legislativo del 17 settembre 2007, n. 164, e all'art. 25 dopo le modifiche di cui all'art. 4 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007.

2.1.3. L'*integrità del mercato* tra clausola generale e norma di principio.

Come emerge dalla rassegna legislativa proposta al paragrafo precedente, l'*integrità del mercato* appare come un «sintagma indeterminato»[14] che, dunque, richiede un'attribuzione di significato che lascia all'interprete ampi margini di discrezionalità.

Al fine di compiere tale operazione, è tuttavia preliminarmente necessario stabilire se la nozione in esame debba essere qualificata come clausola generale o come principio generale[15].

Al riguardo, occorre considerare che, sul piano generale, la distinzione tra clausole generali e principi generali (o norme di principio) è rimasta a lungo poco approfondita dalla dottrina, che tendeva a ricomprendere i secondi nelle prime.

Un primo tentativo in questa direzione fu compiuto dal Mengoni, in uno scritto di un quarto di secolo fa[16], cui segui un coevo lavoro del Rodotà[17], ed è stato recentemente approfondito dal Libertini[18].

Aderendo all'impostazione da ultimo offerta proprio dal Libertini, nell'ambito della famiglia delle clausole generali «in senso lato», si possono distinguere (i) le clausole generali «in senso stretto», che abbracciano le norme di condotta a fattispecie indeterminata [per esempio il divieto di "abuso di posizione dominante" (nozione non definita dalla legge) nel diritto della concorrenza], da un lato; (ii) i principi generali, ovverosia criteri di valutazione aperti talvolta indicati sul piano testuale attraverso formulazioni ampie e

---

[14] Per l'uso di tale espressione con riferimento alle clausole generali v. LIBERTINI, *Clausole generali*, *cit.*, p. 348.

[15] Il dibattito sulle clausole generali e sulla loro, non sempre accettata, distinzione dai principi generali ha conosciuto il contributo di illustrissimi Autori. Si richiamo in questa sede A. GUARNERI, *Clausole generali*, in *Digesto disc. priv.*, *sez. civ.*, Torino, 1988, II, p. 403 ss.; A. DI MAJO, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 539 ss.; L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, *Ibidem*, 1986, p. 5 ss.; S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, *Ibidem*, 1987, p. 709 ss.; ID., *Le clausole generali nel tempo del diritto flessibile,* in AA.VV., *Lezioni sul contratto,* raccolte da A. Orestano, Torino, 2009, p. 97 ss.; P. RESCIGNO, *Appunti sulle "clausole generali"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 1 ss.

[16] MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, *cit.*, p. 8 ss. Ma per una prima impostazione del problema si veda già T. ASCARELLI, *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, p. 191.

[17] RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali, cit.*, p. 709 ss.

[18] v. LIBERTINI, *Clausole generali*, *cit.*, p. 363 ss.

"indeterminate" (p.es.: adeguatezza organizzativa, verità e correttezza del bilancio etc.)[19].

In questo ultimo caso, in termini di teoria della norma giuridica, la responsabilità dell'interprete si concentra non sulla costruzione della fattispecie (come accade nelle norme di condotta a contenuto indeterminato) bensì sulla costruzione del principio[20].

Ora, (almeno talune tra) le disposizioni nazionali che recano riferimenti all'*integrità del mercato* mi sembrano offrire sufficienti indizi tali da escludere che tale espressione possa essere qualificata in termini di clausola generale «in senso stretto» e, di contro, essa sia più opportunamente qualificabile in termini di principio.

Paradigmatico in questo senso mi pare l'art. 21 TUF (sul quale ci intratterremo compiutamente *infra*): tale norma definisce regole di condotta degli intermediari e, segnatamente, «diligenza, correttezza e trasparenza», che mi paiono effettivamente riconducibili alla sopra individuata categoria della clausole generali, mentre pone al di là e *finalizza* tali regole di condotte (anche) all'*integrità del mercato* che, conseguentemente, mi sembra riconducibile ad una norma di principio[21].

Più in particolare, mi sembra che le regole di condotta definite nell'art. 21 TUF siano clausole generali nella misura in cui, secondo l'impostazione del Libertini, esse hanno come oggetto un comportamento umano (nella specie, un comportamento degli intermediari) a fattispecie indeterminata (una condotta diligente, corretta, trasparente) e consentono di predicarne, nel caso considerato dalla disposizione, la liceità o l'illiceità; mentre l'*integrità del mercato* conforma tali condotte, e segna dunque il principio generale in base al quale il legislatore le ha imposte.

---

[19] Ancora LIBERTINI, *Clausole generali*, *cit.*, p. 365.

[20] Cfr. anche S. FORTUNATO, *Clausole generali ed informazione contabile fra integrazione giurisprudenziale e integrazione professionale,* in *Contr. impr.*, 2010, p. 477 ss.

[21] Proprio l'art. 21 TUF sembrerebbe, peraltro, confortare la posizione del RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali, cit.*, nt. 16, secondo il quale i principi ("*valori fondativi dell'ordinamento o di una sua parte*") sono da collocare chiaramente in una posizione gerarchicamente sovraordinata rispetto alle clausole generali ("*le clausole generali non sono principi, anzi sono destinate ad operare nell'ambito segnato dai principi*").

A differenza delle norme di condotta, il profilo di indeterminatezza non riguarda però in questo ultimo caso la fattispecie, bensì proprio la risposta dell'ordinamento, cioè il criterio valutativo di fatti e norme che il principio impone di rispettare.

In questo senso, mi conforta anche il tenore testuale del citato art. 6, comma 02, TUF là dove dispone che "*Per le materie disciplinate dalla direttiva 2006/73/CE, della Commissione, del 10 agosto 2006* [in tema di requisiti di organizzazione e condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento, n.d.a.], *la Banca d'Italia e la Consob possono mantenere o imporre nei regolamenti obblighi aggiuntivi […], tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato*": anche nell'ambito di questa norma il riferimento all'*integrità del mercato* sottende, sul piano deontico, una valutazione in termini di legittimità o illegittimità di determinate scelte dei regolatori e fornisce, quindi, più che una regola di condotta a fattispecie indeterminata, che abbiamo denominato clausola generale, un criterio di valutazione, che abbiamo appunto chiamato principio generale.

Tanto chiarito, a questo punto dell'analisi, è necessario approfondire cosa debba intendersi, e quali corollari derivino, dalla qualificazione in termini di principio dell'*integrità del mercato*.

Nella teorica proposta dal Libertini, questa categoria concettuale[22] è costituita da «super-norme», generali o più o meno *settoriali* (per esempio, in una linea progressiva di maggiore/minore generalità e astrattezza: principio di eguaglianza/principio di libertà d'impresa/principio di adeguatezza organizzativa dell'impresa/principio di verità e correttezza del bilancio di esercizio dell'impresa) che forniscono indirizzi circa il contenuto delle norme di rango inferiore, sulla base di espresse scelte assiologiche o teleologiche e che sono per questa loro caratteristica idonee a svolgere funzioni diverse: (i) forniscono criteri di interpretazione di altre norme e, in particolare, delle norme di rango inferiore e della loro legittimità; (ii) possono anche, in combinazione con altri dati

[22] Uso questo termine in senso a-tecnico: per una distinzione tra concetti e principi v. ASCARELLI, *Problemi giuridici*, *cit.*, p. 193 ss.

normativi, contribuire alla costruzione di singole norme di condotta, il cui inadempimento può in astratto essere fonte di pretese risarcitorie[23].

Proprio per le finalità proprie dei principi generali e delle norme che li stabiliscono, si pone *a fortiori* il problema costituito dall'esigenza di darne un contenuto determinato: ciò che evidentemente vale anche per l'*integrità del mercato*.

In questa prospettiva, si tenterà nel prosieguo di ricostruire tale principio secondo un criterio metodologico che, in primo luogo, dia spazio all'interpretazione sistematica mediante il richiamo alle norme che menzionano l'*integrità del mercato* e sulle quali, come accennato, la giurisprudenza e la dottrina più hanno avuto occasione di esprimersi; in secondo luogo, ricorrendo anche a criteri di valutazione almeno parzialmente extragiuridici, dunque soggetti anche a determinate e personali valutazioni tecniche o culturali[24].

In questa opera ricostruttiva che mi accingo a compiere, tenuto conto che l'*integrità del mercato* può almeno in prima approssimazione essere qualificato come principio generale *settoriale* (nel senso sopra specificato) del mercato finanziario - ancorché con una certa capacità espansiva (v. cap. 3.2.) - appaiono di grande ausilio le opzioni ricostruttive offerte dalla analisi gius-economica[25].

2.2. Il mercato integro nella prospettiva gius-economica.

Dal quadro normativo sopra descritto non emerge – come più volte sottolineato - una nozione chiara del principio dell'*integrità del mercato*. Non è quindi agevole specificare in termini positivi cosa si intenda per *integrità del mercato*: come detto, la direttiva 2003/6 in materia di abusi di mercato sembra

[23] LIBERTINI, *Clausole generali*, *cit.*, p. 366.
[24] Tale è l'approccio metodologico suggerito da Libertini (cfr., oltre all'opera citata alla nota precedente anche lo scritto, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione,* in *Riv. dir. comm.,* 2008, I, p. 599 ss.) e prima ancora patrocinato da Ascarelli, *Problemi giuridici*, *cit.*, p. 195.
[25] Per una valorizzazione dell'analisi economica nella determinazione del contenuto delle clausole generali (qui intese come clausole generali «in senso lato») v., da ultimo, F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 3, 2011, p. 379 ss.

utilizzare l'espressione in un'accezione negativa e per certi versi tautologica, tale per cui il mercato è da considerarsi integro se e nella misura in cui non risulti affetto da quei fenomeni di abuso vietati dalla stessa[26]. Se ne deduce, in primo luogo che l'integrità è una condizione ugualmente aggredibile tanto da fatti di *insider trading*, quanto da condotte di manipolazione[27]; in secondo luogo, che il concetto in esame non coincide con quello di efficienza del mercato, o quantomeno non si risolve pienamente in esso: un mercato tenuto al riparo da fenomeni di abuso, infatti, non necessariamente è anche un mercato efficiente, poiché il realizzarsi di tale ultima condizione dipende da fattori ulteriori, quali la struttura della domanda e dell'offerta, l'organizzazione dell'attività di intermediazione, il grado di concentrazione delle negoziazioni, le quantità scambiate ecc.

Il concetto di integrità potrebbe allora individuarsi in una sorta di pre-condizione dell'efficienza, definibile *per relationem*: un mercato integro è un mercato che ha la potenzialità di muovere verso i maggiori livelli di efficienza; un mercato non integro è un mercato in cui ciò non potrà verificarsi[28].

Un mercato non integro, peraltro, è anche (e necessariamente) un mercato inefficiente (o, il che è lo stesso, meno efficiente rispetto alla condizione in cui verrebbe a trovarsi in assenza di fenomeni di abuso): *insider trading* e manipolazione, infatti, sono fenomeni che, specie se di diffusa verificazione, risultano in grado di incidere in maniera altamente negativa sul migliore funzionamento del mercato, se non altro in quanto si traducono, nel medio-lungo

---

[26] Oltre ai contributi citati nel prosieguo, su *insider trading* e manipolazioni del mercato cfr., tra i primi studi sull'argomento, A. BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano 1992. Nella letteratura straniera v. il fondamentale contributo di J.R. MACEY, *Insider trading: economics, politics, and policy*, American Enterprise Institute, 1991.

[27] Esplicito in tal senso il 12° *considerando* della direttiva 2003/6, ai sensi del quale «[...] 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 [...]».

[28] Cfr. il 2° *considerando* della direttiva 2003/6 ai sensi del quale «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».

periodo, in un aumento dei costi di transazione sopportati dai partecipanti al mercato[29].

Del resto che l'*integrità del mercato* preceda e sia da collocare su un piano diverso rispetto all'efficienza del mercato è reso palese anche dalla normativa comunitaria, segnatamente dal cennato secondo considerando della direttiva 2003/6 ove è affermato che «[u]n 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 […]».

Per meglio comprendere quanto affermato, è senz'altro necessaria una definizione gius-economica dei concetti appena espressi che consentano di definire la nozione (gius-economica) d'*integrità del mercato*.

2.2.1. I mercati efficienti e i costi transattivi: la *efficient capital market theory*.

La mia analisi muove da talune nozioni fondamentali come quelle di mercati efficienti e costi transattivi.

In una prospettiva di analisi economica lo scopo che si invoca a fondamento degli interventi normativi è, in linea generale, l'interesse della comunità, inteso come interesse al massimo benessere sociale (meglio, alla massimizzazione dell'interesse sociale) risultante dalla somma delle preferenze individuali dei membri della comunità[30].

Con specifico riguardo agli interventi normativi su imprese e mercati, la teoria gius-economica del benessere sociale giustifica tali interventi in presenza

---

[29] Su queste considerazioni, cfr. S. GILLOTTA, *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*, nota a sentenza Tribunale Milano, 21 dicembre 2006, in *Giur. comm.*, 2007, 6, p. 1291. Cfr. Anche gli autori citati alla nota 50 di tale contributo. Occorre, tuttavia, rammentare come vi sia una nutrita scuola di pensiero, secondo la quale le manipolazioni del mercato genererebbero effetti positivi in termini di funzione segnaletica del prezzo: segnatamente, gli *insiders* farebbero muovere i prezzi dei titoli sui quali speculano più rapidamente verso un livello che considera anche le informazioni cui essi hanno accesso esclusivo, migliorando in tal modo appunto la funzione segnaletica dei prezzi di mercato e, di conseguenza l'allocazione delle risorse: cfr. H. MANNE, *Insider Trading and the stock market*, New York, 1996. Evidentemente tali valutazioni non sono state recepite dal nostro legislatore.

[30] Cfr. R. COOTER-T. ULEN, *Law and economics*, Boston-San Francisco, 2004, p. 43-44.

di c.d. *market failures*, fallimenti del mercato, ossia di situazioni in cui i meccanismi di mercato non riescono a conseguire risultati ottimali per la società a causa del mancato funzionamento della *smithiana* "mano invisibile".

Come noto, dietro ai fallimenti di mercato, si cela il problema dei c.d. costi di transazione descrivibili, secondo le argomentazioni di Ronald Coase[31], come i costi materiali che debbono essere sopportati per la stipulazione di un contratto, nonché tutti gli ostacoli che in generale si frappongono alla stipulazione dei contratti, a cominciare dall'identificazione degli stessi contratti che il soggetto ha interesse a stipulare o alle sue condizioni, sino ai costi che debbono sopportarsi per monitorare la loro esatta esecuzione.

Ora, secondo il teorema di Coase, in un sistema economico privo di costi di transazione l'assegnazione iniziale dei diritti nei rapporti tra privati non dovrebbe incidere sul benessere sociale, giacché mediante la negoziazione privata le parti sarebbero sempre in grado di ottenere il massimo sfruttamento delle risorse disponibili. In termini di benessere sociale, quindi, in un mondo ideale senza costi di transazione l'attribuzione al titolare di un fondo del diritto ad impedire le immissioni (art. 844 cod. civ.) o l'attribuzione al vicino del diritto di effettuare immissioni non avrebbe alcun effetto giacché le due parti giungerebbero *autonomamente* ad un accordo ottimale attraverso il pagamento di una somma da parte del soggetto svantaggiato dall'attribuzione iniziale: l'attribuzione iniziale, pertanto, avrebbe rilievo soltanto sulla distribuzione della ricchezza tra i due soggetti non sul raggiungimento di un risultato efficiente in termini allocativi[32].

Vero è che, come ovvio, i costi di transazione sono un insopprimibile elemento del mondo in cui viviamo ed è allora compito dell'ordinamento creare e applicare regole idonee a ridurli a vantaggio del più facile funzionamento del mercato. Sul piano gius-economico, allora, ridurre i costi transattivi significa favorire l'*integrità del mercato* e, in ultima analisi, favorirne l'efficienza.

---

[31] Mi riferisco al noto R. COASE, *The problem of social cost*, in *J. L. & Econ.*, 3, 1960, p. 1.

[32] Per esempi concreti si rinvia a F. DENOZZA, *Norme efficienti, l'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, pp. 33-35 e R. COOTER, U. MATTEI, P.G. MONATERI, R. PARDOLESI, T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Fondamenti, II, Bologna 2006, p. 151 ss.

A questo riguardo, ai fini che qui interessano, assumono peculiare importanza i costi di transazione rappresentati dalle asimmetrie informative, che sono tra le cause dei c.d. fallimenti di mercato senz'altro centrali per la comprensione dei mercati finanziari[33].

Per comprendere la portata di quanto si è appena affermato occorre prendere le mosse dalla intuitiva considerazione per la quale quando tra due parti che partecipano a una negoziazione esiste una forte disparità di conoscenze circa i pregi e i difetti dell'oggetto del potenziale contratto, la parte meno informata può rinunciare all'affare od offrire un prezzo troppo basso perché la parte più informata non riesce ad offrire garanzie credibili circa l'esatto valore e i reali rischi dell'affare. Situazione questa che dà luogo all'impossibilità di conoscere alcune informazioni e a comportamenti opportunistici identificati secondo i noti concetti della selezione avversa e dell'azzardo morale.

Occorre conseguentemente impostare una analisi che consenta di individuare i principali problemi connessi alle asimmetrie informative sui mercati finanziari.

A questo proposito, appare necessario muovere dalla considerazione che le informazioni sul mercato non sono distribuite in modo uniforme tra tutti i "protagonisti" del mercato medesimo: i *manager* e gli azionisti di controllo degli emittenti godono, infatti, di una informazione molto più completa e precisa rispetto ai risparmiatori-investitori[34]. L'osservazione è gravida di conseguenze giacché, nell'impossibilità per l'investitore di conoscere tutte le informazioni rilevanti in merito agli strumenti oggetto di scambi sul mercato, l'investitore medesimo sarà portato a diminuire il prezzo al quale è disposto a effettuare la transazione in proporzione alla probabilità che le informazioni ricevute non siano complete o comunque siano inesatte[35].

---

[33] P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano 2008, p. 13.

[34] Cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano 2003, p. 2 ss.; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, VIII, Padova 2004, p. 8 ss.; J.R. MACEY, *Efficient capital market, corporate disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 754 ss.

[35] C.S. MYERS – S.N. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions. When Firms Have Information Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.*, 13, 1984, p. 187 ss.

Ne deriva che il buon funzionamento del mercato mobiliare dipende in larga misura dalla fiducia che i risparmiatori ripongono sui soggetti che vi operano: questo elemento fiduciario è appunto il risultato dell'inevitabile e pervasiva asimmetria di informazioni che caratterizza i rapporti tra i risparmiatori-investitori, da un lato, e gli intermediari e gli emittenti, dall'altro lato. È stato al riguardo osservato che la fiducia degli investitori nell'integrità e nella correttezza degli attori del mercato mobiliare ha una caratteristica particolare: una volta che essa si sia affermata, si rende possibile per ciascun intermediario o emittente di abusarne adottando comportamenti opportunistici a danno degli investitori (appropriazione indebite, esecuzione di operazioni in conflitto di interesse, compravendita di azioni da parte di chi sia in possesso di informazioni privilegiate, diffusione di informazioni false e così via)[36]. Ove ciò accada è evidente il rischio che il *bene pubblico* fiducia vada distrutto e che dunque il comportamento di un singolo emittente o intermediario incida negativamente su tutto il mercato, pregiudicandone il buon funzionamento: in assenza di fiducia, infatti, gli investitori, non in grado di distinguere tra intermediari e/o emittenti scorretti e tra intermediari e/o emittenti corretti a causa delle ineliminabili asimmetrie informative, esigeranno un servizio a costi inferiori (per tener conto dei guadagni presumibilmente realizzati a loro danno dagli intermediari e dagli *insider*) ovvero saranno disposti ad acquistare strumenti finanziari soltanto a prezzi inferiori; ciò impedirà di accedere al mercato o di rimanervi agli intermediari e agli emittenti più corretti, creando così un problema di selezione avversa, tale da minare l'efficienza del mercato mobiliare e, nel peggiore degli scenari, da pregiudicarne la stabilità complessiva.

L'accennata prospettiva muove dal tradizionale assunto in base al quale caratteristica fondamentale del mercato finanziario è la capacità dei prezzi di riflettere le informazioni disponibili. Si parla in proposito di *efficient capital market hypothesis*: secondo questa tesi – che va tenuta distinta dall'efficienza informativa che ricorre al verificarsi delle condizioni per un mercato a concorrenza perfetta – in presenza di una nuova informazione conosciuta il mercato passa da un precedente ad un successivo equilibrio di prezzo in maniera rapida, talvolta

[36] Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare, cit.*, p. 10.

istantanea[37]. Tradizionalmente si afferma che tre sono le possibili forme di efficienza informativa dei mercati finanziari:

a) debole, quando il prezzo dello strumento finanziario riflette tutte le informazioni incorporate nel prezzo precedente;

b) semi-forte, quando il prezzo riflette tutte le informazioni pubblicamente disponibili;

c) forte, quando il prezzo riflette tutte le informazioni pubblicamente disponibili, comprese quelle non pubblicamente accessibili.

Da quanto sopra deriva che, quanto più le informazioni sono pubblicamente disponibili – e quindi poco costose – e quanto più nel mercato sono presenti investitori in grado di elaborarle e verificarle in modo efficiente, tanto più i prezzi tendono a riflettere completamente tutte le informazioni accessibili. Per contro, quanto più l'informazione è di difficile, e quindi costoso, reperimento e quanto più sono presenti investitori dotati di specifica professionalità, tanto meno il mercato presenta efficienza informativa.

Ne discende che in misura più o meno rilevante, a fronte del fatto che tutti gli investitori si trovano a dovere affrontare un problema di distribuzione asimmetrica dell'informazione, la relativa efficienza del mercato dei capitali consente di affermare che il superamento dell'asimmetria da parte di un partecipante torna a vantaggio dell'intero mercato dal momento che si determina un prezzo capace di riflettere informazioni precedentemente nascoste[38].

Secondo la tradizionale tesi dei mercati efficienti, quindi, l'investitore determina le proprie scelte di investimento anche alla luce della valutazione relazionale dello strumento finanziario, effettuata sulla base delle informazioni rese disponibili dal mercato e dall'intermediario. Tale processo selettivo si basa, in particolare, sulla *fiducia informativa* che a sua volta si basa sulla qualità e la veridicità dell'informazione prodotta.

---

[37] Si veda per tutti, E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.* 25, 1970, p. 383 ss. che, considerato come il manifesto della teoria dei mercati efficienti, costituisce essenzialmente una progettazione organica delle teorie della scuola di Chicago. L'intuizione dell'autore sta nell'aver rilevato che, se vi è incertezza sul mercato, l'efficienza e l'equilibrio dipendono preminentemente dal ruolo svolto dall'informazione nei processi di formazione e di aggiustamento dei prezzi. V. anche R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.* 70, 1984, p. 554 ss.

[38] PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, *cit.*, p. 9.

Il tema conduce a sua volta al ruolo degli intermediari finanziari nelle dinamiche di mercato, nonché all'economia dell'informazione (finanziaria) come antidoto al *moral hazard* e alla selezione avversa[39]. Fenomeni che se non opportunamente controllati possono compromettere non soltanto l'investitore in qualità di controparte debole dell'intermediario, bensì più in generale la corretta allocazione del risparmio, innescando quel fenomeno a spirale di degenerazione informativa - il "fenomeno dei bidoni" -, preludio del fallimento del paradigma convenzionale dell'efficienza dei mercati[40].

Il buon funzionamento del mercato mobiliare quindi richiede e presuppone la diffusione, in via continuativa, di informazioni complete ed attendibili relative agli strumenti finanziari ed agli emittenti quotati, ed è proprio sulle informazioni disponibili che gli investitori basano le proprie decisioni ed orientano i propri comportamenti. L'efficienza informativa è definita come un prerequisito del funzionamento del mercato, giacché la capacità degli investitori di allocare correttamente il denaro è condizionata dalla quantità e dalla qualità delle informazioni loro trasmesse dalle società ed enti che fanno appello al pubblico risparmio. Qualora il flusso dell'informazione risulti insufficiente, infatti, si crea un più elevato margine di rischio che, ispirando al mercato un atteggiamento di cautela e di prudenza ed inducendo gli investitori a sostenere costi ulteriori per colmare il proprio *gap* conoscitivo, aumenta il costo del capitale, rallenta il funzionamento del mercato, riduce la liquidità, accelera le oscillazioni dei corsi e determina una loro artificiale valutazione.

Come è stato dimostrato, applicando il modello di Akerlof al settore finanziario, nel caso di incertezza sulla qualità e la veridicità dell'informazione (che per legge viene fornita dagli intermediari alle controparti negoziali), l'investitore (razionale e neutrale al rischio) tende a confondere la qualità degli strumenti finanziari negoziati riducendone indifferentemente il prezzo di

---

[39] Su cui in generale, cfr. V. ZENO-ZENCOVICH - G.B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza e i suoi riflessi giuridici*, in *Dir. inf.*, 2002, p. 971 e ss.

[40] Cfr. G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Q. J. Econ.*, 84, 1970, p. 488, ben illustrato da M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, p. 209 e ss. Si parla di "bidoni" in quanto l'a. prende in considerazione il mercato delle auto usate, tra cui i c.d. *lemons* (i bidoni appunto).

acquisto[41]. Come è agevole comprendere, l'"equilibrio unico" del prezzo innesca un circolo vizioso che tende ad escludere dal mercato gli emittenti di strumenti finanziari di buona qualità non adeguatamente compensati dal mercato stesso. È un tipico caso di selezione avversa. Siffatto fenomeno, almeno nella ricostruzione teorica ricordata, porta a una progressiva riduzione del prezzo sulla base della conseguente revisione da parte dell'investitore del valore atteso degli strumenti finanziari negoziati e l'ineluttabile collasso finale: «'Lemons' will dominate the market […] Investors and society both lose»[42].

Secondo le parale di Sartori «L'anello di congiuntura tra interesse privato e interesse pubblico all'informazione si coglie, allora, nell'asimmetria informativa e, in particolare, negli effetti di sistema che essa produce in assenza di incentivi adeguati o in presenza di incentivi distorti»[43].

La questione cui l'ordinamento è chiamato a rispondere sembrerebbe a questo punto chiara. Nella prospettiva teorica dei mercati efficienti, compito dell'intervento normativo, delle sue prescrizioni e sanzioni, è quello di consentire il superamento delle asimmetrie informative e nella tendenza a eliminare le asimmetrie informative si risolverebbe appunto la nozione di *integrità del mercato*. In questa prospettiva teorica:

i) un mercato integro è un mercato nel quale le asimmetrie informative sono ridotte al minimo e le manipolazioni inesistenti,

ii) quando ciò si verifica il mercato tenderà automaticamente a livelli di efficienza.

Prescindendo dalla fondatezza della teorica in esame, sulla quale si rinvia al successivo paragrafo, mi sembra di potere formulare una prima fondamentale considerazione: quand'anche per mercato efficiente debba intendersi un mercato privo di asimmetrie informative, tale efficienza non coincide con l'*integrità del mercato*. Quest'ultima precede (e appunto non coincide con) l'efficienza; e allora

---

[41] PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore, cit.*, p. 3, ove una esauriente bibliografia in nt. 4.

[42] F.H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge MA, 1991, p. 280.

[43] F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, nota a Cassazione, S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, I, 2° parte, p. 16; lo stesso saggio è pubblicato anche in *ilcaso.it*, n. 8/2008.

l'*integrità del mercato* potrebbe, come ipotizzato, risolversi nella assenza di asimmetrie informative prodromiche all'efficienza del mercato medesimo.

2.2.2. La *behavioral economics* e i limiti alla *efficient capital market hypothesis.*

Quanto affermato al precedente paragrafo deve essere vagliato alla luce della circostanza che il suo fondamento teorico, vale a dire la *efficient capital market hypothesis*, a suo tempo considerato ampiamente fuori discussione[44], è stata contestata da più recenti studi di *behavioral economics*[45], secondo un'impostazione che ha guadagnato consensi a seguito dei recenti scandali finanziari[46].

Tali studi muovono dall'asserita erroneità dei modelli tradizionali della microeconomia che assumono l'esistenza di soggetti perfettamente razionali nei limiti delle rispettive capacità informative e cognitive; modelli appunto oggetto di rivisitazione critica da parte dell'economia comportamentale che constata l'esistenza di giudizi e scelte non giustificabili da un punto di vista logico-

---

[44] Cfr. A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2006, p. 372 e ss. ove riferimenti anche alla dottrina straniera specialmente alla nota 30.

[45] Per una diffusa illustrazione D.C. LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in *U. Pa. L. Rev*. 140, 1992, p. 857 ss.

[46] Cfr. G.N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *U. Chi. L. Rev*. 69, 2002, p. 1235 ss. Vale la pena già in questa sede segnalare le critiche rivolte alla *efficient capital market hypothesis* da S. MAZZAMUTO, *Il contratto al tempo della crisi*, in *Dr. Europeo*, 2010, p. 640 ss., secondo una prospettiva che di seguito sarà ampiamente affrontata: «L'idea, per quasi un secolo recepita senza discussioni, è stata che la full disclosure delle informazioni relative agli strumenti finanziari sia, di per sé, il modo migliore per garantire l'efficiente allocazione delle risorse sul mercato dei capitali e per stimolare di conseguenza la creazione di ricchezza. Su quest'idea è stata edificata negli anni '60 la Efficient Market Hypothesis, secondo la quale nel mercato dei capitali il prezzo riflette istantaneamente tutte le informazioni pubblicamente disponibili, sicché quante più informazioni circolano tanto più il prezzo è equo. La storia si è incaricata di dimostrare che anche quell'ottimismo era malriposto. All'indomani della crisi ci si è accorti, infatti, che quasi tutte le operazioni di cartolarizzazione dei mutui subprime sono avvenute negli Stati Uniti nel pieno rispetto delle leggi federali e che i titoli tossici circolavano accompagnati da documenti informativi accurati e dettagliati. Il vero è che tali documenti non venivano neppure letti o quanto meno non venivano capiti a causa della loro estrema complessità, tant'è che i medesimi investitori istituzionali che avevano acquistato i titoli non erano stati in grado di "processare" adeguatamente l'imponente flusso di informazioni messe in campo. […] L'idea che la full disclosure fosse l'unico paradigma per rimediare all'asimmetria informativa tra emittenti e investitori è un assunto che già nel 1984 — all'alba, dunque, dei processi di complessificazione degli strumenti finanziari — aveva iniziato a mostrare la corda: proprio in quell'anno nella cerchia dei giureconomisti americani si dimostrò, infatti, che il mercato reagisce più lentamente — riflette, dunque, più lentamente il prezzo di equilibrio — ad un contratto di investimento innovativo che ad una modifica del tasso di interesse […]».

deduttivo, studiandone i caratteri[47]. Secondo questa linea di pensiero l'irrazionalità (o la razionalità limitata) si risolverebbe in definitiva in una vera e propria forma di fallimento del mercato.

L'economia comportamentale fonda la propria analisi empirica mutuando i propri metodi dalla psicologia e dalla scienza del comportamento, al fine di dimostrare che le scelte degli esseri umani sono determinate dal funzionamento di due sistemi, quello intuitivo e quello del ragionamento. I primi sono influenzati dal peso dell'accessibilità dell'informazione, vale a dire dalla rapidità e facilità con cui certe risposte ai problemi di scelta accedono alla mente. L'intuizione appare condizionata da una molteplicità di fattori che in determinate situazioni rendono completamente accessibili certe risposte (e le relative scelte) piuttosto che altre. La cornice entro cui viene presentato il problema condiziona la scelta: lo stesso problema, presentato in due forme dissimili, è risolto diversamente nonostante il fatto che la differenza tra le due cornici sia razionalmente irrilevante ai fini della soluzione (c.d. *framing*). Le persone scelgono punti di riferimento particolari al momento di assumere decisioni rischiose: per ridurre le perdite sono pronte ad assumere rischi che non accettano quando si tratta di aumentare i guadagni (*prospect theory*: teoria del prospetto). Non è dunque lo stato di ricchezza che influenza la scelta ma la variazione che si prospetta: le persone spesso valutano una cosa posseduta più di quanto non la valutino quando non la possiedono per il solo fatto di possederla (*endowment effect*: effetto di dotazione).

Queste osservazioni non sono ignote, quanto meno a livello intuitivo, alla nostra dottrina. Nella sua monografia su causalità e danno Pietro Trimarchi analizza l'enunciato dell'art. 2056, comma 2, cod. civ. per spiegare come mai solo il lucro cessante (e non anche il danno emergente) è valutato dal giudice con equo apprezzamento delle circostanze del caso; la ragione offerta dall'autore è

---

[47] V., anche per le considerazioni che seguono, GIUDICI, *La responsabilità civile nei mercati finanziari*, *cit.*, p. 14 e nota 42 ove si citano i lavori di D. KAHNEMAN, *Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics*, in *Am. Ec. Rev.*, 93, 2003, p. 1449; ID., *A Psychological Prospective on Economics*, in *Am. Ec. Rev.*, 93, 2003, p. 162. Nella scienza italiana si veda M. MOTTERLINI – M. PIATTELLI PALMARINI (a cura di), *Critica della ragione economica*, Milano 2005; M. EGIDI, *Dalla razionalità limitata all'economia comportamentale*, in *Le nuove economie* (a cura di R. Viale), Milano, 2005, p. 173 e ss.; infine, anche per un'analisi più marcatamente sociologica, L. GALLINO, *Finanzcapitalismo, la civiltà del denaro in crisi*, Torino, 2011, p. 5 ss.

una anticipazione dei temi dell'economia comportamentale, e più precisamente sia della teoria del prospetto sia dell'effetto di dotazione «per un'ovvia legge psicologica è più grave sacrificio perdere ciò che si ha che il non conseguire ciò che si attendeva (e storicamente la responsabilità per il danno emergente fu ammessa prima di quella per il lucro cessante: segno che l'esigenza ne era più fortemente sentita)»[48].

Nelle scelte gli esseri umani tendono in certe situazioni a rimanere eccessivamente influenzati dai primi elementi informativi che li hanno orientati in una certa direzione, ancorando ad essi i successivi aggiustamenti (c.d. *anchoring*), ma in altri contesti sono le informazioni più recenti ed emotivamente più coinvolgenti a rendersi immediatamente accessibili e condizionare la scelta non ostante la loro irrilevanza statistica. In generale i processi decisionali degli esseri umani sono caratterizzati da un lungo catalogo di difetti: incapacità di far rientrare la propria personale esperienza nei campioni statistici che indicano il grado di rischio, e quindi, eccessivo ottimismo; incapacità di fornire *ex post* alla luce dell'esito finale di un certo processo, un'adeguata valutazione *ex ante* delle probabilità che quell'esito si verificasse (c.d. *hindsight bias*); incapacità di scontare adeguatamente il fattore temporale, tendenza a estrapolare nessi di causa da mere correlazioni casuali[49].

Quale conseguenza, empiricamente verificata, di queste tesi è stato osservato che nell'ambito dei mercati finanziari:

a) la media degli investitori ha una scarsa propensione a imparare dai propri errori nella scelta degli intermediari e dunque a spostare i propri investimenti dagli intermediari inefficienti a quelli efficienti[50];

b) assumono un ruolo rilevante i c.d. *rumors*: un insieme di fattori che influenzano il prezzo senza essere legati ad aspettative razionali sul valore dello strumento finanziario negoziato (ad esempio: una eccessiva confidenza sulle proprie capacità da parte di un investitore, mode relative alla tipologie di investimenti da realizzare), della cui

---

[48] P. TRIMARCHI, *Causalità e danno*, Milano 1967, p. 1449.
[49] Traggo queste osservazioni da GIUDICI, *La responsabilità civile, cit.*, p. 16.
[50] Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, *cit.*, p. 11.

presenza sembrerebbero conferma le bolle speculative che periodicamente connotano l'andamento del mercato borsistico[51];

c) talvolta, gli investitori pur consapevoli che la quotazione di un titolo è eccessiva, adottano ciò non ostante comportamenti ispirati alla speranza che l'andamento al rialzo prosegua per un tempo sufficiente a consentir loro un profitto[52]. Oppure, è il caso del *herding*, gli

---

[51] PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, *cit.*, p. 6.

[52] L'esempio più noto anche sul piano storico è quello dei tulipani olandesi sul quale v. M. MOTTERLINI, *Cervello, mercati e istituzioni*, in Atti del convegno *Scelte di investimento e regole di tutela - Il ruolo della Finanza Comportamentale tra economia, psicologia e diritto*, Milano, novembre 2010 organizzato da Associazione Preite – Consob, consultabili in www.associazionepreite.it. In particolare l'autore svolge le seguenti interessanti riflessioni: «Se questa ultima crisi ha raggiunto le proporzioni attuali, mandando in rovina milioni di persone, e minacciando di fare deragliare l'economia degli Stati Uniti e con essa anche quella del mondo globalizzato, è evidentemente perché in quattrocento anni non ci siamo ancora dotati degli opportuni anticorpi. Le istituzioni finanziarie e gli individui nel loro complesso non capiscono le bolle speculative, non sanno come prevenirle e non sanno come farvi fronte.
Lo rivela paradigmaticamente la ricostruzione di Mike Dash della prima significativa "bolla" della storia moderna: la celebre "febbre dei tulipani". Da essa si evince come la tulipanomania fu innescata da investitori speculativi che spinsero il valore del mercato dei tulipani ben al di sopra dei "fondamentali" economici. La fiducia di una crescita incessante dei prezzi e l'aspettativa di facili guadagni modificarono in modo coordinato il comportamento degli investitori, che si trovarono a valutare un bene non in termini dei suoi ritorni, ma in funzione delle aspettative della crescita del capitale.
Furono quindi le aspettative dell'incessante crescita del prezzo dei tulipani a determinarne il valore; e non il valore dei tulipani a determinarne il prezzo. Un "delirio" collettivo, un vero e proprio "contagio sociale" della psicosi del boom: tutti comperano tulipani, perché tutti gli altri vogliono comperare tulipani, perché tutti si aspettano che tutti vorranno comperare tulipani anche in futuro e che quindi il prezzo dei tulipani continuerà a salire, e domani potrò vendere il mio tulipano a un prezzo più alto di quello a cui lo ho acquistato oggi.
Ecco come si propaga quella che Robert Shiller ha appropriatamente definito la "favola della nuova era". Una favola che ci porta a credere, da ingenui sognatori, che il boom proseguirà per sempre.
Ma attenzione: se il sottoprodotto non intenzionale dell'insieme degli investitori genera una "bolla irrazionale"; il comportamento del singolo individuo che entra nel mercato, scommettendo sulla "psicologia del mercato" e sul conseguente rialzo dei prezzi, è del tutto razionale, e può consentirgli un guadagno significativo – purché ovviamente sappia anticipare lo scoppio della bolla e uscirne per tempo.
Non c'è infatti nulla di folle nel comperare un bene al prezzo gonfiato dalla bolla, purché in giro ci sia qualcuno ancora più folle disposto ad acquistarlo a un prezzo più alto. Ma una bolla non può durare per sempre e prima o poi scoppia.
Durante la bolla i compratori sono ovunque e i prezzi continuano a accelerare verso l'alto, nel caso dei tulipani (e non solo) questa crescita dei prezzi e delle contrattazioni risultò aiutata dal "commercio del vento", cioè da strumenti finanziari costituiti da "fogli di carta" (appunto svolazzanti), che oggi chiameremmo "opzioni" (o, con Warren Buffet, "armi di distruzioni di massa"). Strumenti per cui i traders comperavano i diritti di aumentare le loro giacenze a un prezzo prefissato e i coltivatori, per proteggersi da cadute dei prezzi, pagavano per assicurarsi di poter vendere la controparte a un certo prezzo – senza che i bulbi passassero effettivamente di mano in mano. Ma quando la bolla scoppia, improvvisamente i compratori scompaiono, aspettano, osservano, rimandano e in generale diventano riluttanti a comperare dei beni che gli altri acquirenti non comprerebbero; neanche a prezzi più bassi, più bassi, e più bassi ancora.
Nessuno si separa più dal denaro liquido. E la bolla si sgonfia.
Che i compratori scompaiono durante lo scoppio della bolla è un fenomeno prevedibile. Ciò che non si può prevedere è il momento in cui accadrà. Così come è difficile prevedere quando ritornerà

arbitrageurs preferiscono seguire l'andamento, che pur giudicano erroneo, del mercato, piuttosto che affrontare il rischio che esso non si adegui prontamente a quello che ritengono il vero valore delle azioni[53].

Quanto detto dipende in buona sostanza, come appunto rilevato dalla dottrina che aderisce alla *behavioral economics*, dal fatto che l'individuo è in più circostanze costretto da una razionalità limitata (c.d. *bounded rationality*). In sostanza, a causa dei costi eccessivi per un completo accesso alle informazioni, sarebbe impossibile per un soggetto svolgere in ogni caso previsioni corrette, ancora di più se riguardano accadimenti futuri[54].

Nella prospettiva della *behavioral economics* gli approcci e le soluzioni offerte dalla teorica tradizionale dei mercati efficienti, illustrate in conclusione del precedente paragrafo, debbono dunque essere corrette. Poiché l'efficienza del mercato non dipende (meglio, non dipende totalmente) dalla trasparenza informativa, neppure l'*integrità del mercato*, che si pone, come visto, quale antecedente logico necessario di un mercato efficiente, può coincidere con l'assenza di asimmetrie informative.

---

la fiducia dopo che la bolla si è sgonfiata; cioè quando torneranno a investire e a separasi del proprio denaro i compratori impauriti.
Come nota con modestia e una buona dose di scetticismo, l'economista sperimentale e premio Nobel Vernon Smith, "noi economisti non siamo bravi a fare delle previsioni, ma siamo in grado di raccontare bene le storie dopo aver assistito a dei grandi eventi e averci ragionato su – e siamo capaci di farci un po' di econometria. Se sapessimo fare previsioni, saremmo ricchi".
Se non ci riescono gli esperti, figuriamoci i profani. Il che spiegherebbe perché a ogni nuova bolla così tante persone restino intrappolate. Una trappola che possiamo cercare di conoscere meglio, soprattutto nei suoi effetti psicologici. Perché per esempio siamo irresistibilmente spinti a credere alla "favola del boom" che non finirà mai come nel caso dei tulipani, delle dot.com, del mercato immobiliare? La risposta, in buona misura, risiede nel nostro cervello; e in alcuni meccanismi cognitivi, sempre più investigati, che stanno alla base delle nostre scelte di investimento.
Gli ultimi trent'anni di ricerche nell'ambito della cosiddetta finanza comportamentale e i recentissimi esperimenti neuro-economici ci insegnano che l'irrazionalità umana segue percorsi precisi: essa è sistematica e pertanto prevedibile.
Sappiamo per esempio che la sola anticipazione di un guadagno monetario (la prospettiva di guadagni incessanti nell'Olanda del diciassettesimo secolo per esempio) attiva i cosiddetti centri della ricompensa, vale a dire quelle aree del nostro cervello ricche di innervazioni dopaminergiche che ci fanno provare piacere – lo stesso indotto da sesso, dolci, cocaina, macchine di lusso (e, forse, anche da fiori bellissimi). E sappiamo che un'attivazione di queste aree può stravolgere la corretta percezione della relazione tra rischio e rendimento sbilanciandola a favore di questo ultimo».

[53] Per questo ultimo esempio v. C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 15.

[54] V., sebbene nell'ambito di uno studio estraneo alla nostra analisi, G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto tra l'art. 2645*-ter *cod. civ. e l'art. 2740 cod. civ.*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2007, p. 209, nt. 61.

Ponendosi, come riteniamo corretto, nella visuale proposta dall'economia comportamentale, l'efficienza del mercato non dipende in misura esclusiva dalle asimmetrie informative ma anche da fattori irrazionali che coinvolgono gli attori del mercato[55] generando sfiducia: per limitare gli effetti perversi di tali fattori mi sembra necessario che l'ordinamento nel suo complesso possa intervenire anche in funzione *suppletiva*, prevenendo – con la predisposizione di regole *ad hoc* – o sopperendo – con adeguati apparati di *enforcement* – le irrazionalità che pregiudicano il funzionamento del mercato così conservando un contesto di fiducia o ripristinando tale contesto[56]. Da ciò consegue, quale ragionevole corollario, che sul piano gius-economico l'*integrità del mercato* possa essere definita come l'insieme delle condizioni che assicurano la fiducia degli attori del mercato nel funzionamento del mercato medesimo.

2.2.3. Impostazione del problema con riguardo alla presente analisi.

Come sopra ho tentato di dimostrare, l'*integrità del mercato* intesa quale precondizione della sua efficienza non dipende esclusivamente da meccanismi riconducibili alla teoria finanziaria della c.d. *efficient capital market hypothesis* ma anche da ben precise *scelte* e orientamenti dell'ordinamento, sino ad oggi invero influenzate proprio da tale teoria[57].

In questo senso, la previsione imperativa di obblighi informativi, se si vuol dire di *disclosure*, di cui soprattutto la disciplina dei mercati finanziari ma non solo (si pensi alle pratiche commerciali scorrette e alla loro funzione di contribuire ad informazioni corrette) è piena, mostra, al di là di ogni considerazione empirica in merito al reale funzionamento del mercato, l'orientamento del nostro ordinamento per una chiara scelta politica: quella che, imponendo obblighi di informazione, assume come presupposto la loro rilevanza

---

[55] Da ultimo si veda il contributo di G. SCHAEKEN, *The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform*, in *Alphen aan der Rijn*, 2011, p. 35.

[56] Alla luce delle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari e dell'inadeguatezza mostrata dalla regolazione vigente, frutto della tradizionale impostazione derivante dalla teoria dei mercati efficienti, anche la dottrina che più sembrava aderire a tale impostazione sembrerebbe segnare il passo. Si v., più di recente, A. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 5, 2011, pp. 841 ss.

[57] V. PERRONE, *Informazione al mercato, cit.*, p. 843.

per la formazione del prezzo e la concorrenza. Suo presupposto è anzi, proprio nell'ottica della teorica dei mercati efficienti, che a tale formazione si contribuisce solo quando l'informazione è resa pubblica e sia corretta e che, fino a tale momento, si ha una divergenza tra il prezzo di mercato e quello che si sarebbe avuto se fosse stato rispettato l'obbligo imposto dall'ordinamento. Al centro dell'interesse da parte dell'ordinamento non è in definitiva il prezzo in quanto tale, ma il processo di sua formazione; al quale si vuole che, nell'ambito dei mercati finanziari, l'emittente e gli intermediari, poiché con minori costi dispongono di informazioni rilevanti, correttamente contribuiscano[58]. La questione, in ultima analisi, non è impedire che il prezzo di mercato risulti non «vero», ma che la distanza dalla «verità» sia il risultato non dei suoi meccanismi spontanei e delle sue oggettive inefficienze bensì di comportamenti finalizzati ad accrescerla artificialmente.

Tale scelta politica non tanto muove da un'ipotesi di «efficienza» del mercato, quanto vuole realizzarla. Il punto, come evidenziato al paragrafo precedente, è tuttavia che la efficienza del mercato dipende in larga parte dalla fiducia che sul mercato si crea; fiducia che, come evidenziato, non coincide con la 'semplice' trasparenza informativa, ma, a nostro giudizio, proprio con l'*integrità del mercato*.

In questa linea interpretativa che tenterò di svolgere, la nozione di *integrità del mercato* diviene conseguentemente un paradigma, un principio generale, cui agganciare la regolazione pubblicistica e privatistica del mercato. Regolazione necessaria appunto perché la fiducia degli attori del mercato non è dipendente dalla sua trasparenza ma anche da fattori irrazionali cui (anche il legislatore deve) sopperire.

La medesima prospettiva, peraltro, appare essere stata tenuta in considerazione nelle circostanze in cui la nozione d'*integrità del mercato* più è venuta in rilievo: mi riferisco alle elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali in merito all'art. 21 e 187-*undecies* TUF a cui dedicherò i seguenti paragrafi. Ciò

[58] Per queste considerazioni v. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità, cit.*, pp. 16-17.

sebbene, come vedremo, non è allo stato emersa una compiuta elaborazione del principio generale dell'*integrità del mercato* in termini di fiducia.

2.3 L'*integrità del mercato* nell'art. 21 TUF.

Nell'art. 21 TUF il legislatore stabilisce che nella prestazione dei servizi le imprese di investimento e le banche devono attenersi ad alcuni criteri generali; si tratta in verità di criteri in buona misura ripetitivi di norme di diritto comune la cui esplicita previsione, tuttavia dovrebbe favorire sia l'attività di vigilanza sia il successo di eventuali azioni risarcitorie da parte dei clienti[59].

Ed in effetti sono criteri che hanno tutti come punto di riferimento la tutela dell'interesse del cliente, il che consente di comprendere perché ne siano destinatarie non solo le Sim e le banche italiane ma anche le imprese d'investimento e le banche extracomunitarie e comunitarie, nonché, potrebbe aggiungersi, le SGR e le SICAV ai sensi dell'art. 40, comma 1, lett. a) e art. 50 TUF.

In quest'ambito, si è osservato come l'*integrità del mercato* (il singolare dovere degli intermediari di operare per l'*integrità del mercato*) costituisca espressione dell'interesse generale al buon funzionamento del mercato e sia un (ulteriore) criterio alla stregua del quale valutare la condotta dell'operatore[60].

Più in particolare, si è rilevato come l'art. 21, comma 1, TUF abbia un ruolo fondamentale nella disciplina del mercato finanziario, in quanto sancisce la funzionalizzazione dell'attività degli intermediari finanziari alla tutela degli interessi generali fondamentali al risparmio e, appunto, all'*integrità dei mercati*. Agli intermediari finanziari è, del resto, attribuito il delicato ruolo di fungere da anello di congiunzione tra il risparmio e le imprese e perciò, nell'assolvere a tale

[59] Per una trattazione generale della disciplina si rinvia a R. COSTI, *Il Mercato mobiliare*, VII, Torino 2010, p. 158 ss. e A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amorosino, Milano 2008, p. 100 ss.
[60] Così COSTI, *Il Mercato mobiliare*, *cit.*, p. 100.

ruolo, i soggetti abilitati sono chiamati a tutelare interessi altri rispetto a quello del cliente, tra i quali quello all'*integrità del mercato*[61].

È stato precisato, altresì, che il richiamo congiunto ai due principi della tutela dei clienti e dell'*integrità del mercato* ha costituito il pretesto per colorare di sfumature pubblicistiche le norme di comportamento che gli intermediari dovevano seguire nell'agire professionale: ogni singolo servizio di investimento non brilla infatti solo di luce propria all'interno dell'universo dei singoli interessi privatistici particolari, ma è parte della più grande galassia pubblicistica volta a tutelare un mercato efficiente e competitivo[62].

L'*integrità del mercato*, in ambito dottrinale, è stata pertanto e in definitiva assimilata a un interesse collettivo che trascende quello dei singoli clienti[63] e che sottende esigenze di ordine pubblico[64] di cui l'intermediario è chiamato ad essere il guardiano[65].

Più in dettaglio l'*integrità dei mercati*, cui si riferisce l'art. 21, comma 1, TUF, sarebbe un limite di ordine pubblico all'autonomia contrattuale, non solo degli intermediari nel predisporre i contratti, ma anche degli investitori nel conferire ordini: «l'integrità dei mercati è un principio di ordine pubblico economico come ad es. il principio della libera concorrenza. Non si tratta di ordine pubblico di protezione (essendo solo uno degli obiettivi, e non il principale, la protezione dell'investitore), ma di ordine pubblico di direzione (essendo l'obiettivo la massima possibile espansione dell'industria dei mercati finanziari)»[66].

Ecco quindi che l'*integrità dei mercati* si risolverebbe in una espressione che comprende/attiene all'interesse più generale dell'intera clientela, come pure dell'intero sistema bancario finanziario acché l'attività di investimento si svolga

---

[61] Così DI AMATO, *I servizi di investimento*, *cit.*, p. 101.
[62] A. PERIN, *La MiFID e la «privatizzazione» delle tutele*, in www.dirittobancario.it, ottobre 2007.
[63] Utili spunti di riflessione, che saranno di seguito meglio approfonditi, si colgono in G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, in *ilcaso.it*, n. 134/2009.
[64] D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Ilcaso.it*, II, n. 147/2009.
[65] D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, n. 3/2009, p. 67 ss.; nello stesso senso, se ben comprendo, anche F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale, il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Ilcaso.it*, p. 7 ss.
[66] D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, *cit.*, p. 70.

senza traumi e pregiudizi che possano intaccare la sua stessa stabilità ed affidabilità[67].

2.3.1 L'*integrità del mercato* nel dibattito sulla violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari.

2.3.1.1. Introduzione.

Di particolare interesse si sono rivelate, nell'ambito del dibattito dottrinale e giurisprudenziale circa le conseguenze derivanti dalla violazione da parte degli intermediari delle regole di condotta sancite dall'art. 21, comma 1, lett. a), TUF, le ricostruzioni teoriche della nozione d'*integrità del mercato*.

Il tema della violazione degli obblighi di informazione da parte degli intermediari finanziari è stato, del resto, più volte sottoposto al vaglio della giurisprudenza, anche e soprattutto a seguito dei casi più noti di tracollo finanziario registratisi negli ultimi anni.

L'appello alla violazione degli obblighi di informazione o, comunque, di correttezza professionale da parte delle società di intermediazione costituisce, infatti, il solo modo, per chi abbia investito in titoli rivelatisi privi di valore, di recuperare, almeno in parte, le perdite subite, invocando, appunto, la responsabilità delle cennate società per il fatto stesso di aver provveduto al collocamento dei titoli.

Le risposte fornite dalla giurisprudenza non sono state univoche, come dimostra l'intervento delle Sezioni Unite della Cassazione[68] sul punto con le

---

[67] B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, nota a App. Milano 13 novembre 2008, in *ilcaso.it*, n. 168/2009.

[68] Con le ordinanze nn. 3683 e 3684 del 16 febbraio 2007, infatti, la prima sezione civile della Corte di Cassazione, preso atto dell'esistenza di un contrasto giurisprudenziale in ordine al se la violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario possa comportare ai sensi dell'art. 1418, comma 1°, cod. civ. la nullità dei contratti di investimento e ritenendo, comunque, la questione di particolare importanza, rimetteva gli atti al primo presidente per l'assegnazione del ricorso alle Sezioni unite. L'ordinanza di rinvio è pubblicata, tra l'atro, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, p. 999 ss., con nota di N. SALANITRO, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria: la prima sezione della Cassazione non decide e rinvia alle sezioni unite*.

sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007. Queste pronunce, per ricchezza di argomentazioni e rigore ricostruttivo, sono certamente destinate ad essere un punto di riferimento imprescindibile per ogni ulteriore riflessione sull'argomento[69]. Prima di esaminarne nel dettaglio i contenuti, pare tuttavia opportuno ricostruire l'evoluzione giurisprudenziale che le ha precedute.

2.3.1.2. Lo stato dell'arte prima dell'intervento delle Sezioni Unite.

Sulla circostanza che la violazione degli obblighi di informazione imposti agli intermediari finanziari comporti una responsabilità nei confronti del cliente la giurisprudenza non ha invero mai avuto dubbi. Non si è, al contrario, espressa univocamente sulla natura da attribuire a tale responsabilità e, quindi, sui rimedi azionabili da parte degli investitori. Sono sostanzialmente tre gli orientamenti emersi in giurisprudenza:

i) quello che sanziona la violazione degli obblighi di informazione con la nullità o l'annullabilità del contratto[70];

---

[69] Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *ilcaso.it*. Le due decisioni sono identiche quanto a motivazioni e dispositivo, attenendo a due casi concreti che differivano soltanto per alcuni dettagli.

[70] Propendono per la nullità, tra le altre, Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1418, con nota di A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*; Trib. Pescara, 28 febbraio 2006, in *ilcaso.it*; Trib. Marsala, 12 luglio 2006, *ivi*; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Corriere giur.*, 2005, p. 1273, con nota di A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*; in *Contratti*, 2005, p. 1010 ss.; in *Danno e resp.*, 2006, p. 182 ss., con nota di G. LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4you*; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *ilcaso.it*; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, p. 604, con nota di V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango Bond)*; Trib. Mantova, 1° dicembre 2004, *ivi*, p. 614 ss.; Trib. Catania, 25 novembre 2005, in *ilcaso.it*; Trib. Milano, 31 gennaio 2005, *ivi*; Trib. Parma, 13 aprile 2005, in *Giur. it.*, 2005, c. 2096 ss.; Trib. Firenze, 19 febbraio 2005, *ivi*, p. 2097 ss.; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Contratti*, 2005, p. 1085, con nota di M. AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario finanziario e sanzioni*; Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, c. 754; Trib. Parma, 21 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, c. 1153, con nota di A. TENCATI, *Acquisto di corporates bond e tutela del risparmiatore: alcuni orientamenti*; Trib. Torino, 7 novembre 2005, in *ilcaso.it*; Trib. Venezia, 29 settembre 2005, *ivi*; Trib. Termini Imerese, 7 marzo 2006, *ivi*; Trib. Mantova, 5 aprile 2005, *ivi*; Trib. Brindisi, 4 ottobre 2005, *ivi*; Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, *ivi*; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, *cit.*; Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, in *ilcaso.it*; Trib. Parma, 16 giugno 2005, *ivi*; Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro it.*, 2005, I, c. 2535; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Contratti,* 2005, p. 585, con nota di M. GAETA, *Responsabilità oggettiva degli intermediari e validità dei contratti di investimento*.
Nel senso della annullabilità si vedano, invece, Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, in *ilcaso.it*; Trib. Napoli, 7 novembre 2006, *ivi*; Trib. Ancona, 12 aprile 2007, *ivi*; Trib. Parma, 6 dicembre 2006, *ivi*; Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, *ivi*.

ii) quello che, invece, sanziona la cennata condotta unicamente con il ricorso alla tutela risarcitoria, configurandola in termini di *culpa in contrahendo*[71];

iii) quello, infine, che sanziona la violazione dell'obbligo di informazione (e di valutazione) con il riconoscimento in capo all'investitore della facoltà di invocare la risoluzione del contratto quadro, con conseguente diritto al risarcimento integrale dei danni sofferti: tale orientamento, infatti, configura la violazione di cui trattasi alla stregua di un inadempimento contrattuale[72].

Sull'invalidità in generale si vedano, tra gli altri, i contributi di A. GENTILI, *Le invalidità*, in *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, II, Torino, 2006, p. 1407 ss. e C. M. MAZZONI, *Invalidità degli atti giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, p. 225 ss. Con particolare riferimento alla nullità cfr. A. DI MAJO, *La nullità*, in *Trattato Bessone, Il contratto in generale*, VII, Torino, 2002 e M. MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, IV, *Rimedi* a cura di A. Gentili, Milano, 2006, p. 1 ss. Con particolare riferimento alla annullabilità cfr. M. FRANZONI, *Dell'annullabilità del contratto*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano 1997 e G. MARINI, *Il contratto annullabile*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, IV, *Rimedi* a cura di A. Gentili, Milano, 2006, p. 307 ss.

[71] Così, in particolare, Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corriere giur.*, 2006, p. 670, con nota di GENOVESI, *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, p. 897, con nota di PASSARO, *Intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi informativi: validità dei contratti e natura della responsabilità risarcitoria*; in *Danno e resp.*, 2006, p. 25, con nota di ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*; in *Foro it.*, 2006, I, c. 1107, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*; in *Contratti*, 2006, p. 446, con nota di POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*; in *Resp. civ. prev.*, 2006, p. 295, con nota di FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale: una nuova stagione*. Cfr., inoltre, le valutazioni al riguardo di MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 71 ss. Cfr., nella giurisprudenza di merito, Trib. Trani, 6 marzo 2007; Trib. Bergamo, 26 giugno 2006, tutte pubblicate nel sito *ilcaso.it*; Trib. Foggia, 30 giugno 2006, in *Contratti*, 2007, p. 423, con commento di SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*. In generale sulla responsabilità precontrattuale si vedano, tra gli altri, G. PATTI – S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, in *Il Codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1993 e P. GALLO, *Responsabilità precontrattuale: la fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, p. 295 ss.

[72] In questo senso: Trib. Asti, 29 marzo 2007, in *Corriere mer.*, 2007, p. 1023, con nota di Romanelli, *Bonds argentini tra servizio di negoziazione ed eventi sopravvenuti*; Trib. Lecce, 12 giugno 2006, in *ilcaso.it*; Trib. Bari, 7 novembre 2006, *ivi*; Trib. Padova, 17 maggio 2006, *ivi*; Trib. Foggia, 21 aprile 2006, *ivi*; Trib. Firenze, 21 febbraio 2006, *ivi*; Trib. Catania, 5 maggio 2006, *ivi*; Trib. Milano, 26 aprile 2006 e Trib. Genova, 22 febbraio 2006, in *Danno e resp.*, 2006, p. 874, con nota di Sangiovanni, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*; Trib. Torino, 9 febbraio 2006, in *ilcaso.it*; Trib. Padova, 13 gennaio 2006, *ivi*; Trib. Palermo, 17 febbraio 2006, *ivi*; Trib. Rimini, 22 marzo 2006, *ivi*; Trib. Cosenza, 1° marzo 2006, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 111, con nota di Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*; Trib. Alba, 4 luglio 2005, in *ilcaso.it*; Trib. Roma, 14 novembre 2005, *ivi*; Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Danno e resp.*, 2005, p. 1225; Trib. Genova, 15 marzo 2005, *ivi*, 2005, p. 609; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Contratti*, 2005, p. 1085; Trib. Torino, 21 marzo 2005, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 157; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Contratti*, 2006, p. 460, con nota di Battelli, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*; Trib. Roma, 31 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, c. 2538; App. Milano, 13 ottobre 2004, in *Contratti*, 2005, p. 1085; Trib. Roma, ord. 22 dicembre

Questa congerie di soluzioni - «a essere un po' più diretti e sbarazzini può parlarsi di un vero e proprio ambaradan dei rimedi contrattuali»[73] - è d'interesse per la presente analisi nella misura in cui la tesi, poi smentita dalla Cassazione a Sezioni Unite, della nullità dei contratti d'investimento per violazione dei doveri informativi da parte dell'intermediario muoveva dal seguente rilevante presupposto: poiché nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per «servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati», l'intermediario che concluda contratti o distribuisca titoli senza aver fornito al cliente la dovuta informazione pone in essere un comportamento contrario all'interesse del cliente e al contempo lesivo dell'interesse di ordine pubblico economico all'*integrità del mercato* finanziario. Circostanza che appunto ha indotto una nutrita schiera di giudici di merito a concludere per la nullità virtuale del contratto ai sensi del primo comma dell'art. 1418 cod. civ. ove tale contratto fosse stato concluso in violazione della norma imperativa che impone una serie di obblighi di condotta alle imprese di investimento[74].

In buona sostanza, diversi Tribunali motivavano le proprie decisioni in forza della circostanza che le norme di cui all'art. 21 TUF dovessero essere considerate imperative ex art. 1418 cod. civ., in quanto poste a tutela non già degli interessi dei singoli investitori ma, piuttosto, dell'interesse generale all'*integrità dei mercati*. L'inosservanza delle suddette norme avrebbe quindi

---

2004, in *Foro it.*, 2005, c. 2540; Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Foro it.*, 2005, c. 896; Trib. Taranto, 22 novembre 2004, in *Corriere mer.*, 2005, p. 46; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Società*, 2005, p. 621. In generale sulla risoluzione per inadempimento si vedano, tra gli altri, M. TAMPONI, *La risoluzione per inadempimento*, in *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, II, Torino, 2006, p. 1709 ss. e G. AMADIO, *Inattuazione e risoluzione: la fattispecie*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, V, *Rimedi* a cura di V. Roppo, Milano, 2006, p. 1 ss.

[73] Così V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, XVIII, *Mercato finanziario e tutela del risparmio* a cura di F. Galgano – G. Visentini, Padova 2006, p. 136, pubblicato anche in *Contr. Impr.*, 2005, p. 896, ove l'Autore svolge un'attenta e critica ricostruzione dei rimedi esperibili in ipotesi di violazione delle regole di condotta, prima della pronuncia delle sezioni unite. V. anche A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari fra "nullità virtuale"*, culpa in contraendo *e inadempimento contrattuale*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2007, II, p. 632 ss.

[74] Sulla nullità conseguente alla violazione di norme imperative si vedano, tra gli altri, i fondamentali contributi di G. VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano 1993; G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, p. 436 ss.; F. GALGANO, *Della nullità del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna – Roma, 1998, p. 78 ss.

determinato la nullità dei contratti d'investimento e giustificato la ripetizione delle somme di danaro oggetto dell'investimento[75].

Tale indirizzo giurisprudenziale non era condiviso dai giudici di legittimità che già in una pronuncia a sezione semplice del 2005[76] avevano chiarito:

i) che la «contrarietà a norme imperative, considerata dall'art. 1418, comma 1°, cod. civ. quale 'causa di nullità' del contratto, postula che essa attenga ad elementi 'intrinseci' della fattispecie negoziale, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, comma 2°, cod. civ.), mentre i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e, quindi, la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar

---

[75] Ad esempio, ad avviso di Trib. Brindisi, 18 luglio 2007, in *ilcaso.it*, «gli obblighi informativi previsti dagli artt. 21 e ss. del TUF hanno natura più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 cod. civ.) gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale e ciò in considerazione della particolare natura dei contratti cui si rivolgono, che presentano un elevato grado di rischio ed espongono quindi il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale investito. L'aderente all'investimento, inoltre, è un soggetto privo delle cognizioni tecniche necessarie per operare in un settore altamente specializzato, quale quello dei mercati dei valori mobiliari. Ne deriva che deve considerarsi condicio sine qua non per la validità del contratto di investimento la circostanza che in sede di stipula il risparmiatore abbia ricevuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. Le norme regolanti i servizi di investimento in prodotti finanziari – in quanto volte alla tutela sia del singolo investitore, sia più in generale, dell'intero mercato dei valori mobiliari – hanno, quindi, natura e portata di norme imperative, il che implica la loro inderogabilità ad opera delle parti e la sanzione della nullità per la loro violazione». Cfr. anche Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca bors tit. cred.*, 2004, II, p. 440; Trib. Monza, 16 dicembre 2004, *ivi*; Trib. Firenze, 30 maggio 2004, leggibile sul sito www.sidiba.it; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Contr.*, 2005, p. 5.

[76] Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, c. 1105, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale* e pubblicata anche su altre riviste (v. precedente nota 58). In senso conforme, Cass., 9 gennaio 2004, n. 111, in *Mass. Giust. civ.*, 2004, p. 16 ss., secondo cui la "*violazione, da parte della banca, dell'obbligo di fornire preventivamente adeguate informazioni al cliente non è in alcun modo riconducibile ad un'ipotesi di nullità dei contratti*". Sul punto, in modo analogo, si veda anche Cass., 18 ottobre 1980, n. 5610, in *Arch. civ.*, 1981, p. 133, per la quale «la disposizione dell'art. 1337 cod. civ. che impone alle parti l'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto (...) è norma meramente precettiva o imperativa positiva, dettata a tutela ed a limitazione degli interessi privatistici nella formazione ed esecuzione dei contratti, e non può, perciò, essere inclusa tra le 'norme imperative', aventi invece contenuto proibitivo, considerate dal primo comma dell'art. 1418 cod. civ., la cui violazione determina la nullità del contratto anche quando tale sanzione non sia espressamente comminata».
La tesi che limita l'ambito di applicazione della nullità virtuale alle sole ipotesi in cui vi sia contrasto della norma imperativa con il contenuto o con la struttura del contratto è stata sostenuta da G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, p. 367 ss. Nello stesso senso, v. anche N. SALANITRO, *Violazione di norme imperative nei contratti della p.a. e legittimazione ad agire del terzo pretermesso*, in *Nuova. giur. civ. comm.*, 1997, I, p. 522 ss.; ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, p. 100 ss.

luogo alla nullità del contratto; a meno che, «evidentemente, tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore»;

ii) che neppure potrebbe sostenersi che l'inosservanza degli obblighi informativi, impedendo al cliente di esprimere un consenso libero e consapevole renda il contratto nullo sotto altro profilo, per la mancanza di uno dei requisiti essenziali (anzi di quello fondamentale) previsti dall'art. 1325 cod. civ., dato che tali informazioni non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma (soltanto) elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi della mancanza di consenso.

Come è stato sottolineato in dottrina «[l]a soluzione individuata dalla Corte di Cassazione restituisce coerenza al sistema delle sanzioni, senza tuttavia negare una adeguata tutela all'investitore»[77]. In particolare, se l'intermediario, violando gli obblighi di informazione durante la fase delle trattative e di formazione del contratto, ha cagionato danno all'investitore, egli sarà tenuto al risarcimento ex art. 1337 cod. civ. Se, invece, la banca intermediaria ha violato gli obblighi di informazione relativi alla fase esecutiva del contratto, l'investitore potrà chiedere il risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 1218 cod. civ. e, nella peggiore delle ipotesi, chiedere anche la risoluzione del contratto di investimento per inadempimento della banca, qualora ne sussistano i presupposti (art. 1453 cod. civ.).

---

[77] Così E. MORELATO, *Violazione di obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2006, n. 6, p. 1616. L'a. ha altresì precisato che «va osservato che gli obblighi di informazione in esame costituiscono una specificazione del dovere di buona fede durante le trattative e la formazione del contatto (art. 1337 cod. civ.) e durante l'esecuzione dello stesso (art. 1375 cod. civ.). Più precisamente, tali obblighi tipizzano, con riferimento all'attività di intermediazione finanziaria, il generico dovere di informazione gravante sui contraenti. Del tutto appropriata pare, dunque, la tutela risarcitoria ex art. 1337 cod. civ. in caso di violazione degli obblighi di informazione gravanti sull'intermediario e relativi alla fase delle trattative e di formazione del contratto, e la tutela ex art. 1218 cod. civ. in caso di violazione di obblighi di informazione in fase di esecuzione dello stesso.
L'investitore, attraverso le azioni suddette, riceve una adeguata tutela, potendo reintegrare, al pari che con l'azione di nullità, le perdite patrimoniali subite, oltre che ottenere il risarcimento di eventuali ulteriori danni».

2.3.1.3. La questione davanti alle sezioni unite.

Non ostante questo pronunciamento della Cassazione, sull'assunto che esistesse un contrasto con un diverso orientamento espresso dalla medesima Corte, secondo cui «in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1°, cod. civ., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità», la prima sezione della Corte di Cassazione, con ordinanza del 16 febbraio 2007, n. 3683, rimetteva la questione alle Sezioni unite[78].

La decisione delle Sezioni Unite[79] si pone in linea con la tradizionale distinzione tra regole di comportamento e regole di validità[80], stabilendo che:

---

[78] Sulla quale cfr. V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2007, p. 637 ss., in cui sono richiamati altri scritti dell'a. sul punto: *Le cause di nullità*, in *I contratti in generale*, a cura di Alpa e Bessone, IV, Torino, Utet, 1991, p. 368 e ss.; *Truffa e contrarietà del contratto a norme imperative*, commento a Cass., 10 dicembre 1986, n. 7322, in *Corr. giur.*, 1987, II, p. 208 s.s.; *Nullità urbanistiche e disciplina generale del contratto nullo: la pretesa nullità relativa ai parcheggi*, in *Corr. giur.*, 1987, p. 858 ss.; *Intermediario finanziario non autorizzato e nullità del contratto di* swap, commento a Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corr. giur.*, 2001, p. 1062 ss.; *Quale invalidità contrattuale nel caso di circonvenzione di incapace?*, commento a Cass., 29 ottobre 1994, 8948, in *Corr. giur.*, 1995, p. 217 ss. È stato, invero, osservato da F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 936 ss., specialmente nota 26, che «Giova però preliminarmente chiarire, a tal proposito, che la necessità di comporre un contrasto giurisprudenziale derivante dalla presenza di precedenti difformi decisioni delle sezioni semplici sulla questione di diritto sottoposta all'attenzione della Suprema Corte non è in realtà ravvisabile, poiché le diverse decisioni menzionate nell'ordinanza di rimessione hanno ad oggetto questioni diverse, nessuna della quali (ad eccezione di quella trattata nella sentenza del 29 settembre 2005, n. 19024 […]) investe specificamente il tema della [causa rimessa alle sezioni unite]».

[79] Le pronunce della Suprema Corte si leggono, fra l'altro, in *Dir. banc.*, 2008, I, p. 691 ss., con nota di MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*; in *Giur it.*, 2008, p. 353, con nota di COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici;* in *Foro it.*, 2008, I, p. 779 con nota di SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le Sezioni Unite*; in *Danno e resp.*, 2008, p. 525 ss. con nota di ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, p. 1189 con nota di CALISAI, *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari - il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*; in *Dir. Fallim.*, 2008, I, p. 1 ss., con nota di SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*; in *Contratti*, 2008, p. 221 ss. con nota di SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*; in *Giust. civ.*, 2008, p. 1175, con nota di G. NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*; in *Giust. civ.*, 2008, p. 2775, con nota di T. FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento*

a) la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione;

b) in nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1°, cod. civ.

Più in dettaglio, le Sezioni Unite hanno statuito che esistono principi generali e regole di comportamento cui l'intermediario deve uniformarsi nei rapporti con il cliente, che comprendono l'obbligo dell'intermediario di acquisire preventivamente, sulla situazione finanziaria del cliente, le informazioni rilevanti ai fini dello svolgimento dell'attività (*know your customer rule*) e di non consigliare né effettuare operazioni con frequenza non necessaria o di dimensioni inadeguate alla situazione finanziaria del cliente (*suitability rule*); tali obblighi di comportamento sono tutti in qualche modo finalizzati al rispetto della clausola

---

nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite; in *Resp. civ. e prev.*, 2008, p. 547, con nota di F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: violazione di regole comportamentali e tutela secondo le Sezioni Unite*; in *Giur. comm.*, 2008, p. 344, con nota di G. GOBBO, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità contrattuale*; in *Corr. giur.*, 2008, p. 107 ss. con nota di A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*. V. anche F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 1 ss.

[80] Nel pensiero civilistico tradizionale, l'autonomia tra regole di validità e regole di comportamento ha rappresentato un principio cardine del sistema contrattuale ed è sempre stata tracciata in modo rigoroso: cfr. sull'argomento in generale, tra gli altri, V. MARICONDA, *Le cause di nullità*, in *I contratti in generale* a cura di G. Alpa – M. Bessone, IV, Torino, 1991, p. 498 ss.; VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, *cit.*, p. 158 ss.; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 569 ss.

generale consistente nel dovere per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, e si collocano in parte nella fase che precede la stipulazione del contratto d'intermediazione finanziaria ed in altra parte nella fase esecutiva di esso. Accanto a tali doveri precontrattuali, vi sono tuttavia doveri concernenti la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione, e sono finalizzati alla sua corretta esecuzione. Nel momento esecutivo del contratto vi è poi l'obbligo dell'intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi.

Soffermandosi quindi sulla questione della possibilità di dichiarare nulli i contratti posti in violazione di tali obblighi, la Suprema Corte ha riconosciuto il carattere imperativo delle norme disciplinanti tali obblighi: nel senso che esse, essendo dettate non solo nell'interesse del singolo contraente di volta in volta implicato ma anche nell'interesse generale all'*integrità dei mercati* finanziari, si impongono inderogabilmente alla volontà delle parti contraenti. Tale rilievo non è da solo sufficiente a dimostrare che la violazione di una o più tra dette norme comporta la nullità dei contratti stipulati dall'intermediario col cliente, per una serie di concorrenti ragioni.

Soffermandosi sulla nullità virtuale dipendente dall'applicazione della disposizione dettata dal 1° comma del citato art. 1418, la Corte si è espressamente richiamata alla sentenza n. 19024 del 2005, facendo propria la tradizionale distinzione tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità del contratto: la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può esser causa di risoluzione del contratto ove si traduca in una forma di non corretto adempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul contraente, ma non incide sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non è idonea a provocarne la nullità[81]. La Corte, poi, temendo che tale rilievo non risolvesse in toto la

[81] Del resto, come sottolineato da ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento, cit.*, p. 140, il pensiero civilistico tradizionale ci ha insegnato a distinguere tra le summenzionate regole di validità e regole di comportamento/responsabilità. Le prime dicono se il contratto è valido o invalido; le seconde - sul presupposto che il contratto sia valido, o comunque a prescindere dalla sua validità o invalidità - dicono se una parte ha il diritto di sciogliersi dal

questione, si è chiesta se esistesse una regola diversa proprio nello specifico settore del diritto dei mercati finanziari, rispondendo negativamente posto che:

(i) le norme imperative la cui violazione determina la nullità del contratto sono essenzialmente quelle che si riferiscono alla struttura o al contenuto del regolamento negoziale delineato dalle parti;

(ii) nel settore dell'intermediazione finanziaria non è quindi eventualmente riscontrabile un principio che deroghi al criterio di distinzione sopra tracciato tra norme di comportamento e norme di validità degli atti negoziali e da condurre ad una differente conclusione;

(iii) in detto settore non è dato assolutamente rinvenire indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri d'informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti.

2.3.1.4. Le critiche alla decisione delle Sezioni Unite.

Sebbene apprezzato da alcuni autori[82], l'intervento delle Sezioni Unite illustrato al precedente paragrafo ha sollevato notevoli perplessità soprattutto là dove non pare avere valorizzato a sufficienza il principio dell'*integrità del mercato*, quale principio d'ordine pubblico economico che governa i rapporti tra intermediari e clienti e impone ai primi una serie di doveri informativi il cui adempimento appunto trascende l'interesse del singolo investitore ed anzi compendia un interesse collettivo.

In questa prospettiva, si è sostenuto, infatti, che la mancata informazione precontrattuale del cliente su punti essenziali del contratto di investimento in

---

contratto e/o a chiedere il risarcimento del danno in conseguenza di comportamenti scorretti e lesivi tenuti dall'altra parte. È vero che la distinzione non è stata mai assolutamente netta e millimetricamente rigorosa, bensì ha sempre conosciuto parziali interferenze e commistioni fra i due campi di regole: la materia dei vizi della volontà lo testimonia. Ma per lungo tempo la distinzione è stata, comunque, abbastanza netta e rigorosa (v. precedente nota 80).

[82] Per tutti F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, *cit.*, p. 6.

strumenti finanziari dovrebbe legittimare la parte svantaggiata a far valere la nullità del contratto successivamente stipulato «sulla base della illiceità della causa di esso per contrasto con principi di ordine pubblico di protezione, espressivi dell'ordine giuridico del mercato»[83].

Tali riflessioni muovono dall'assunto giuspolitico che la tutela dell'assetto concorrenziale del mercato, e dunque la tutela della sua integrità, necessitino dell'adozione di un nuovo paradigma rimediale nell'ambito dei contratti che superi l'impostazione tradizionale dei rapporti tra invalidità e risarcimento del danno da inadempimento delle obbligazioni[84]. In questa prospettiva, «la correttezza economica è regola di comportamento che esprime i valori fondanti di un sistema economico di mercato aperto e in libera concorrenza, al vertice dei quali vi è sempre il meta-valore della dignità umana. L'azione economica dei privati, che aspira a divenire atto giuridico di regolamento dei loro interessi patrimoniali, deve essere incanalata sin dalla fase precontrattuale lungo gli argini tracciati dalla conformità di essa alla struttura concorrenziale del mercato. Questi principi tutelano, di regola, l'interesse di ciascun contraente alla massimizzazione del profitto ricavabile dall'operazione economica […] [e a ciò si lega] l'esigenza di protezione degli interessi delle parti così come emerge dalla relazione instaurata tra le stesse per la conclusione del contratto»[85].

Per tali motivi la nullità relativa di protezione dovrebbe assumere i connotati di una regola generale posta a tutela dell'efficienza dei contratti e del mercato concorrenziale nel suo complesso.

2.3.1.5. L'invalidità in funzione regolatoria.

Condivisibile o meno che sia tale conclusione essa ha, a parer mio, il merito di veicolare i rimedi di diritto privato in funzione regolatoria: le regole di validità, in questa interessante prospettiva, divengono strumento per assicurare l'*integrità del mercato*, quale interesse superiore che deve governare le

[83] Così F. SCAGLIONE, *Il mercato e le regole della correttezza*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia* a cura di F. Galgano, vol. LVII, Padova, 2010, p. 185.
[84] F. SCAGLIONE, *Il mercato e le regole della correttezza*, *cit.*, p. 189.
[85] Così F. SCAGLIONE, *Il mercato, cit.*, p. 189-190.

negoziazioni del mercato finanziario (e non solo) al fine di assicurare sviluppo e massimizzazione del benessere collettivo.

Non è del resto questa una posizione che è rimasta isolata nell'ambito delle riflessioni dottrinali. È stato osservato, infatti, che «il profilo della tutela degli investitori non è collegato solo al tema dell'efficienza e della concorrenza tra ordinamenti. Tale profilo, infatti, è anche strettamente connesso a quello della "integrità" e del buon funzionamento del mercato»[86].

In questo senso, l'interesse dei clienti a rimedi contrattuali particolarmente efficaci nei loro confronti e *integrità del mercato* sembrerebbero meno distanti di quanto comunemente si possa pensare. Infatti «[…] il mercato è reiterazione di scambi aventi ad oggetto un determinato bene; le regole che disciplinano questi scambi, assurgono a regole del mercato; la qualità di tali regole segna la qualità del mercato. Si delinea, a questo punto, una conclusione meritevole di attenzione: le regole di diritto civile applicate dalle corti ai contratti conclusi in un determinato mercato configurano in modo assolutamente determinante quel mercato ed il grado di correttezza di quanti vi operano, dal momento che quelle regole segnano il grado di diligenza richiesto agli operatori e le conseguenze della loro violazione. Di guisa che tanto maggiore è la severità delle corti nel sanzionare sul piano civilistico i contratti, quanto maggiore è il presidio esercitato sul "buon funzionamento" e sulla "integrità" del mercato medesimo»[87].

Sul punto, converge larga parte della dottrina anche muovendo da prospettive (solo a prima lettura) diverse. Così, ad esempio, vi è chi osserva che "trasparenza" – come pure, può aggiungersi, "*integrità del mercato*" e "tutela degli investitori" - sono temi che rischiano di risolversi in "generi letterari" se il relativo apparato normativo non venisse applicato in sede giudiziale nel modo più rigoroso[88]. Alla medesima conclusione – ossia alla corrispondenza tra sanzioni civilistiche applicate dai giudici e qualità del mercato – si perviene

---

[86] Così G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, *cit.*, p. 9.
[87] LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione, cit.*, pp. 10-11.
[88] F. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, p. 419 ss.

ragionando in termini di "segnali" e di "incentivi", che vengono trasmessi dalle corti al mercato verso pratiche più o meno "virtuose"[89].

Sembrerebbe conseguentemente immotivata la configurazione della nullità in termini di rimedio estremo, cui far ricorso soltanto in mancanza assoluta di strumenti alternativi di tutela, risultando maggiormente coerente con il disposto dell'art. 1418, comma 1°, cod. civ. la convinzione che il rimedio della nullità debba operare non soltanto quando non sia disponibile nessun altro rimedio, ma anche quando appaia semplicemente il rimedio più adeguato a garantire l'effettività della norma imperativa violata e, dunque, la realizzazione degli scopi perseguiti dall'ordinamento[90].

Secondo le Sezioni Unite, invece, la nullità del contratto di intermediazione sarebbe plausibile «solo ove risultasse l'unica in grado di rispondere all'esigenza – sicuramente presente nella normativa in questione e coerente con la previsione dell'art. 47, comma 1°, Cost. – di incoraggiare il risparmio e garantirne la tutela». Se, tuttavia, si muove dal rilievo che l'art. 1418, comma 1°, cod. civ. indica nella nullità la conseguenza generalmente connessa alla contrarietà del contratto a norme imperative, si deve riconoscere che per l'ordinamento la nullità è in linea di principio il rimedio più idoneo a dare adeguata tutela agli interessi generali o, comunque, non disponibili dai privati presidiati dalle norme violate dal contratto[91]. Non si può, infatti, dubitare che la nullità del contratto sia la

---

[89] Cfr. R. PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, voce del *Digesto delle discipline civilistiche*, sez. privatistica, I, Torino, 1987, p. 315.

[90] F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, *cit.*, p. 940.

[91] Sul punto PROSPERI, *Violazione degli obblighi*, *cit.*, p. 941 osserva che «Decidere, dunque, se la violazione di un dovere di correttezza di carattere precontrattuale, in assenza di una previsione testuale, possa o no determinale la nullità del contratto è un'operazione interpretativa particolarmente complessa, che non può essere risolta rifacendosi al principio di separazione delle regole di comportamento da quelle di validità, poiché non esiste alcuna solida ragione per affermare che la violazione del precetto inderogabile di correttezza non possa mai configurare un'ipotesi di nullità virtuale, ma nemmeno richiamando acriticamente la nullità del contratto per violazione di norme imperative, dovendosi in questo caso spiegare perché la condotta scorretta merita una conseguenza più grave e radicale dell'annullabilità o del solo risarcimento del danno, che in altre ipotesi alla violazione del dovere di correttezza si collegano.
Senza alcuna pretesa di dare indicazioni generalmente valide, sembra però che si possa affermare con sicurezza che il principio della nullità virtuale debba trovare applicazione in quei casi in cui il contratto in sé non è in contrasto con norme imperative, altrimenti si ricadrebbe nell'ambito applicativo del secondo comma dell'art. 1418, ma la contrarietà riguardi proprio elementi esterni, come l'assenza dei requisiti soggettivi di legge, la mancanza di autorizzazioni e, in particolare, le modalità con cui il contratto è stato concluso, i quali, pur non integrando alcuna delle fattispecie dei vizi del consenso – intesi questi in senso lato, comprendendovi, cioè, l'incapacità naturale e lo stato

conseguenza civilistica maggiormente in grado di costituire un valido deterrente alla diffusione di comportamenti contrari all'interesse generale all'efficienza del mercato finanziario. Essa, quindi, dovrebbe preferirsi, in applicazione della regola generale disposta dall'art. 1418, comma 1°, cod. civ., ad ogni altro possibile rimedio[92].

Tale conclusione appare, del resto, coerente con la scelta di fondo operata dal legislatore in materia di contratti strutturalmente caratterizzati da asimmetria informativa o da asimmetria di potere contrattuale, nei quali si prevede generalmente che la violazione delle regole di protezione imposte alla parte forte determini la nullità del contratto o della clausola abusiva. Tanto è vero che tali norme sono comunemente considerate espressione di principi di ordine pubblico economico volte ad assicurare, attraverso la previsione di una tutela rafforzata della parte debole del contratto, la sicurezza e la trasparenza del mercato ed allora «[…] non essendo dubitabile che i doveri di correttezza imposti agli intermediari nei contratti di negoziazione di strumenti finanziari siano funzionalizzati a superare l'asimmetria informativa in cui versa l'investitore e con ciò ad assicurare la trasparenza e la competitività del mercato finanziario, coerenza imporrebbe di considerare il contratto concluso in violazione di tali doveri, pur in assenza di una disposizione specifica, nullo, perché in contrasto

---

di pericolo o di bisogno –, risultino lesivi di interessi preminenti dell'ordinamento, che, in quanto tali, richiedono che siano tutelati dal rimedio civilistico più radicale costituito dalla nullità.
Indicazione che consente di ritenere il contratto dell'intermediario finanziario concluso senza l'osservanza delle regole di condotta e, in particolare, violando i doveri di informazione nullo, in quanto, per l'appunto, concluso con modalità tali da determinare la violazione di interessi generali dell'ordinamento, essendo i doveri di informazione posti, oltre che a tutela dell'investitore, a garanzia dell'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari, che è esigenza di ordine pubblico».

[92] D'altronde, osserva GALLETTI, *Servizi di investimento: patologie del rapporto e responsabilità*, in www.judicium.it, § 2, che «Costituisce un tema molto dibattuto quello se le violazioni della disciplina che regola il settore determinino la nullità ex art. 1418 cod. civ. dei contratti quadro (in particolare, di gestione, qualora applicabile, e/o di raccolta ordini), e/o degli ordini relativi ai titoli. Tali "ordini" infatti non sembrano altro che proposte tese a concludere singoli contratti di commissione, accettate tacitamente od implicitamente dalla Banca, anche se del caso ai sensi dell'art. 1327 cod. civ.
Il problema non è di poco conto, perché l'accoglimento della domanda di nullità comporta l'obbligo di restituire quanto versato, e preclude la possibilità di applicare la regola del concorso colposo del creditore ex art. 1227 cod. civ.
La natura di certo imperativa delle disposizioni che regolano la prestazione dei servizi è implicita nell'art. 21 t.u. fin., laddove questo mette a fuoco l'interesse tutelato, che non è solo quello dell'investitore, ma anche quello più generale all''integrità dei mercati', ed è stata del resto riconosciuta più volte dal S.C.
Si sarebbe per tanto di fronte ad un caso di nullità c.d. virtuale, che non discende da una disposizione espressa di legge, ma dalla ricostruzione della ratio di un divieto. […]».

con un interesse fondamentale tutelato dalla norma imperativa violata. In conformità della regola generale secondo la quale il contratto contrario a norme imperative è nullo, salvo che la legge non disponga diversamente»[93].

Le posizioni dottrinali appena descritte, condivisibili o meno sul piano strettamente teoretico dei rapporti tra regole di validità e regole di condotta, contribuiscono tuttavia senz'altro a chiarire come l'*integrità del mercato* costituisca valore da perseguire (anche) attraverso le regole che presidiano la conformazione dei contratti d'investimento e attraverso i rimedi privatistici esperibili dal singolo investitore.

E questa considerazione appare di centrale importanza nell'economia della presente trattazione poiché consente di pervenire alla conclusione che l'*integrità del mercato* è principio che influisce e conforma i rimedi privatistici esperibili dai risparmiatori sul mercato finanziario.

In questa prospettiva, mi pare significativa una recentissima pronuncia di merito che, in un'ottica di protezione della controparte dell'intermediario, è giunta ad individuare le condizioni alle quali, pur a fronte di autocertificazioni di professionalità che consentono, come noto, di disapplicare una serie di tutele previste in favore dei soggetti che sottoscrivono contratti derivati *over the counter*, tali soggetti possano in ogni caso invocare ed ottenere penetranti forme di tutela[94].

La sentenza in discorso, mi sembra in definitiva confermare che i precetti di diligenza, correttezza, trasparenza di cui all'art. 21 del TUF trascendono il singolo interesse dei contraenti per porsi a tutela del più generale interesse all'*integrità dei mercati*. Sicché l'eventuale violazione di tali precetti, se non in grado di invaldare il contratto concluso, fonda quantomeno una responsabilità contrattuale dell'intermediario, quand'anche il cliente abbia "volontariamente rinunciato", mediante una autocertificazione di professionalità, a talune delle protezioni che la disciplina assicura agli investitori inesperti. Ciò almeno in tutti

---

[93] Ancora PROSPERI, *Violazione degli obblighi, cit.*, p. 941.

[94] Mi riferisco a Tribunale di Milano 19 aprile 2011, consultabile in www.ilcaso.it e annotata da E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2011, 6, p. 794 ss. Accenna alla pronuncia anche D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2011, 5, p. 604 ss.

quei casi in cui - senz'altro lo sono i contratti derivati *over the counter* -, vi sia uno strutturale conflitto d'interessi tra intermediario e cliente[95].

Ebbene, senza soffermarmi sulle numerose tematiche affrontate dalla sentenza in discorso, la medesima mi sembra confermare come i precetti di diligenza, correttezza, trasparenza, assumano nella disciplina dei mercati finanziari un connotato peculiare: essi sono posti, infatti, a tutela di un principio d'ordine pubblico, qui da intendersi appunto come *integrità dei mercati* finanziari[96].

Secondo l'impostazione prescelta e illustrata al precedente paragrafo, il predetto principio d'ordine pubblico, l'*integrità del mercato*, rappresenta (e coincide con) la fiducia che gli agenti del mercato ripongono nel regolare funzionamento di esso.

In quest'ottica, l'attività degli intermediari nei confronti degli investitori viene ad assumere i connotati di ufficio di diritto privato posto a tutela dell'*integrità del mercato*. La condotta degli intermediari nei confronti di ciascun cliente è, dunque e allo stesso tempo, indirizzata ad assicurare la tutela dell'affidamento dell'insieme degli investitori, affidamento o comunque fiducia che il TUF a mio avviso descrive in termini di *integrità del mercato*. Con la conseguenza che pure i rimedi privatistici a disposizione degli investitori dovrebbero essere conformati e impiegati, in un'ottica di protezione, affinché l'*integrità del mercato* sia preservata nelle contrattazioni.

2.3.2. L'*integrità del mercato* nell'art. 187-*undecies* TUF.

2.3.2.1. Note introduttive.

[95] V. sul punto GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, *cit.*, p. 780.
[96] V. MAFFEIS, *Contratti derivati*, *cit.*, p. 606. Sull'ordine pubblico, più in generale, si vedano tra gli altri G.B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*, Milano 1970; F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in Trattato Cicu – Messineo – Mengoni, Milano 1998, p. 246; M. NUZZO, voce *Negozio giuridico*, *IV) Negozio illecito*, in *Enc. Giur. Trec.*, 1990, XX, Roma, p. 7 ss. Per una più ampia trattazione anche estranea al diritto civile v. il fondamentale contributo di G. CORSO, *L'ordine pubblico*, Bologna, 1979.

La nozione di *integrità del mercato* è stata oggetto di approfondimento e studio anche nell'ambito della dottrina penalistica giacché a seguito di fatti di *insider trading* e manipolazione del mercato «[l]a Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'*integrità del mercato*, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato» (art. 187-*undecies*, comma 2, TUF).

L'art. 187-*undecies*, comma 2, TUF introduce un elemento di grande novità nel panorama delle tutele contro gli abusi del mercato. Il previgente disposto dell'art. 187 TUF, infatti, si limitava a riconoscere alla Consob la legittimazione all'intervento nel processo penale, già accordata dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato[97].

Secondo quanto già chiarito in sede di esegesi dell'art. 21 TUF, anche dal combinato disposto dei due commi del nuovo art. 187-*undecies* TUF sembrerebbe evincersi che il bene giuridico protetto dalle norme penali repressive degli abusi di mercato (l'*integrità del mercato*) è un interesse diffuso, di cui è titolare una pluralità indeterminata di soggetti, ivi compresa la Consob, ai quali l'ordinamento riconosce la legittimazione all'intervento nel processo penale.

In particolare, è stato affermato che «l'aggressione all'*integrità del mercato* come fonte di danno risarcibile presenta i tratti della lesione al bene "pubblico", ad un interesse di tipo diffuso, proprio di una collettività più o meno ampia di soggetti, secondo il modello, paradigmatico, del danno ambientale. Il danno ha ad oggetto un'entità di tipo astratto e di puro rilievo "concettuale", strutturalmente non imputabile alla sfera di interessi di un soggetto determinato: in tale prospettiva la sua risarcibilità non manca di assumere connotati punitivi,

[97] L'esercizio dell'azione civile di risarcimento del danno da reato potrà risultare agevole per la Consob: a seguito della legge sul risparmio, infatti, il TUF attribuisce alla Consob compiti di accertamento dei delitti di abuso del mercato, dotandola dei penetranti poteri di indagine (art. 187-octies); obbliga il pubblico ministero a trasmettere senza indugio al presidente della Consob le notizie concernenti i reati di abuso del mercato (art. 187-decies, comma 1); obbliga i soggetti abilitati, gli agenti di cambio e le società di gestione del mercato a denunciare alla Consob le operazioni sospette (art. 187-nonies); attribuisce ad una valutazione discrezionale del presidente della Commissione la decisione di trasmettere al pubblico ministero «la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato» (art. 187-decies, comma 2).

come sembra peraltro confermato dai parametri di quantificazione del danno, ancorati ad indici di "gravità penale" del fatto»[98].

Ciò nondimeno, nella misura in cui si risolve sostanzialmente in un aumento dei costi di transazione, il danno all'integrità presenta comunque spiccati riflessi di tipo patrimoniale, rivelandosi quindi lesione tutt'altro che eterea, e riaccostandosi la sua riparazione al paradigma risarcitorio civilistico: secondo tale prospettiva, la sua risarcibilità si rivela funzionale all'internalizzazione dei costi che la collettività sopporta per effetto della condotta illecita.

Tuttavia, la dimensione lesiva in questione risulta correlata non tanto al singolo episodio di *insider trading* o manipolazione in sé considerato, quanto, piuttosto, al livello di diffusione ed intensità del fenomeno riguardato nel suo complesso; da ciò l'ulteriore considerazione per cui il danno all'integrità di mercato assume fisionomia di lesione mediata o "di secondo grado": caratteristica che non manca di porre problemi all'interprete, chiamato invece ad individuare una correlazione tra singolo episodio di abuso e danno. Ed il rilievo vale soprattutto per l'*insider trading*: questo, in sé isolatamente considerato, è comportamento che non produce effetti negativi di alcun tipo sull'efficienza allocativa ed informativa del mercato, né pregiudizio alcuno alle controparti negoziali, secondo l'opinione dei più[99].

Il danno all'*integrità del mercato* dovrebbe infine risultare distinto dal danno "di massa" eventualmente derivante dal comportamento illecito: quest'ultimo si risolve infatti nella somma dei pregiudizi individuali subiti dagli operatori di mercato in conseguenza del fatto di reato, ciascuno dei quali risulta autonomamente risarcibile in base ai principi generali. Mentre nel caso dell'*insider trading* tale tipologia di danno, come ho appena accennato, pare difficilmente configurabile, nel diverso caso della manipolazione la lesione in questione s'identifica nel pregiudizio patrimoniale subito da ogni singolo negoziatore per effetto della condotta fraudolenta. Ma la labilità che assume - sul

---

[98] S. GILOTTA, *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*, nota a Tribunale Milano, 21/12/2006, in *Giur. comm.* 2007, 6, p. 1291.
[99] GILOTTA, *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*, *cit.*, p. 1292.

piano processuale dell'attività di accertamento e quantificazione - la linea di demarcazione tra tale forma di lesione e il danno all'*integrità del mercato*, associata alla prevedibile inerzia dei singoli soggetti danneggiati nel far valere le rispettive pretese risarcitorie, non mi consente di escludere l'eventualità di una sovrapposizione-confusione delle due tipologie di pregiudizio nella prassi applicativa[100].

Tali tesi sono state riprese anche da altri autori che hanno rilevato come «[l]a piena immissione della Consob nel circuito della *liability* ha precostituito le condizioni affinché, come altra faccia della medaglia, emergesse in suo favore la figura del danno non patrimoniale da lesione della finalità istituzionale di tutela dell'*integrità del mercato* […] la Consob, assurgendo a ente rappresentativo degli interessi lesi, è stata in tal modo considerata titolare di diritti che, a ben vedere, in altre epoche sarebbero stati considerati semplicemente adespoti»[101].

Si tratta senz'altro di ricostruzioni non appaganti della nozione d'*integrità del mercato*, *a fortiori* nell'ottica di un penalista nella misura in cui la nozione medesima è caratterizzata da un'eccessiva astrattezza che sarebbe opportuno evitare[102].

---

[100] GILOTTA, *Manipolazione del mercato, cit.*, p. 1293.

[101] F. DURANTE, *Responsabilità per omessa vigilanza, missione della Consob e ruolo della giurisprudenza*, Nota a Tribunale Roma, 28/04/2008 n. 8844, sez. II e Tribunale Roma, 18/04/2007 n. 7856, sez. II, in *Giur. merito* 2009, 3, p. 625. V. anche E. BELLINI, *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della Consob*, in *Danno e resp.*, 2007, p. 797.

[102] Particolarmente critiche sono le riflessioni di due illustri autori. A. CRESPI, *Le argomentazioni "en forme de poire" e i nuovi itinerari della pecunia doloris*, in *Riv. soc.*, 2007, 6, p. 1359 afferma che «[la] irrazionalità e dissennatezza [dell'art. 187-*undecies*], a una disamina che si spinga un poco più in là dei profili meramente formali, appaiono semplicemente devastanti. E, in effetti, a denunziare l'assurdità, e soprattutto la sua stessa immoralità, dell'art. 187-*undecies* TUF [sta la scelta di u]n legislatore spregiudicato (per dirla con somma prudenza), perché mai prima d'ora si era visto che il soggetto che aveva condotto una determinata istruttoria e sanzionato le imputazioni (ancorché in sede semplicemente amministrativa), potesse poi costituirsi parte civile nel procedimento penale che da quelle medesime contestazioni aveva preso avvio. Un attacco frontale, e sfrontato, contro le regole più elementari adottate da ogni paese civile nei confronti di una qualsiasi procedura che possa dar luogo a responsabilità a carico di terzi. Non è infatti un caso che all'indomani della sua entrata in vigore la disposizione in esame sia parsa ai commentatori più autorevoli "alquanto originale nel nostro ordinamento, che per certi aspetti sembra quasi echeggiare la fiducia dei cosiddetti "danni punitivi del diritto nordamericano, non essendo altrimenti giustificabile l'attribuzione alla Consob di un ristoro patrimoniale per un fatto illecito che si ipotizza lesivo non certo del suo specifico patrimonio, bensì di un'entità" del tutto astratta qual è l'integrità del mercato».

G. LUNGHINI, *L'aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. soc.*, 2007, 2-3, p. 482 afferma che «Come detto la Consob può costituirsi parte civile nel processo penale ai sensi dell'art. 187-*undecies*, comma 2, TUF La mancanza di tale espressa previsione era lamentata in dottrina, e colmata da parte della giurisprudenza che riteneva comunque ammissibile l'esercizio dell'azione

Non si è mancato, peraltro, di osservare come i criteri di quantificazione del danno (in tutto simili a quelli indicati per la quantificazione delle sanzioni pecuniarie, penali e amministrative) sembrino assimilare il danno civile da abuso del mercato più a un danno punitivo che non a una effettiva riparazione[103]. Si è acutamente osservato, al proposito, che il comma 2 dell'art. 187-*undecies* attribuisce invece alla Consob la possibilità di costituirsi parte civile - così dunque acquisendo un ruolo molto più attivo e rilevante nel processo - al fine di richiedere la riparazione in forma pecuniaria dei danni che il reato abbia cagionato all'*integrità del mercato* e che tali danni sono da liquidare anche in via equitativa (secondo alcuni parametri di quantificazione: l'offensività del fatto, le qualità personali del colpevole, l'entità del prodotto o del profitto conseguito): l'originalità di tale disposizione starebbe allora nella circostanza che essa sembra echeggiare «la figura dei cosiddetti "danni punitivi" del diritto nordamericano, non essendo altrimenti giustificabile l'attribuzione alla Consob di un ristoro patrimoniale per un fatto illecito che si ipotizza lesivo non certo del suo specifico patrimonio, bensì di un'entità del tutto astratta qual è l'*integrità del mercato*»[104].

2.3.2.2. L'evoluzione giurisprudenziale. Le prime pronunce di merito.

---

civile nel processo penale da parte della Commissione. Tuttavia, come con nitore rileva la dottrina più attenta, tale esigenza era manifestata in un contesto normativo nel quale l'aggiotaggio aveva un rilievo esclusivamente penale; ora invece la possibilità da parte della Consob di sanzionare le medesime condotte di rilievo penale anche in sede amministrativa "dà vita ad una sovrapposizione di ruoli ogni volta che l'autorità si trovi ad istruire e giudicare fatti rimessi alla sua competenza e al contempo agisca come parte privata nel correlativo procedimento penale, con una conseguente menomazione della sua terzietà".
Oltre ai problemi legati alla possibile sovrapposizione di ruoli attualmente riconosciuti alla Consob, la facoltà riconosciuta alla Commissione ha destato ulteriori preoccupazioni per quanto riguarda il risarcimento che questa è autorizzata ad ottenere e richiedere, "a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato", affidando al giudice, anche in via equitativa, la determinazione di una somma che va determinata "tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato".
Anche su questo estremo la dottrina ha da subito sottolineato l'originalità della disposizione, accostata alla figura nordamericana dei "danni punitivi", "non essendo altrimenti giustificabile l'attribuzione alla Consob di un ristoro patrimoniale per un fatto illecito che si ipotizza lesivo non certo del suo specifico patrimonio, bensì di un'entità del tutto astratta qual è l'integrità del mercato"».

[103] G. MARTIELLO, *"Market abuse" e profili di responsabilità penale individuale*, in *Dir. e prat. società*, n. 6, 10 aprile 2006, p. 38 ss.

[104] R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le società*, 2005, 7, p. 818.

Sulla natura della riparazione in favore della Consob prevista dall'art. 187-*undecies* TUF e sulla sua configurabilità in termini risarcitori o sanzionatori si è espressa la giurisprudenza che ha dovuto valutare le domande della Consob proposte a tale titolo nell'ambito di processi instaurati per fatti di *insider trading* e di manipolazione del mercato.

Con una prima pronuncia risalente al giugno 2006 il Tribunale di Milano ha fatto applicazione dell'art. 187-*undecies*, comma 2, TUF, riconoscendo alla Consob il risarcimento dei danni, sia patrimoniali che non patrimoniali, subiti in conseguenza del reato di manipolazione del mercato, per il quale era stata promossa l'azione penale nei confronti del dirigente di un noto istituto di credito italiano[105].

Ebbene, con riferimento alla domanda risarcitoria avanzata dalla Consob in qualità di parte civile, in relazione sia al danno patrimoniale che non patrimoniale, il Tribunale ha affermato il diritto della Consob alla piena ed efficace realizzazione delle sue finalità istituzionali con riferimento ai mercati finanziari: «la Consob è dunque legittimata a chiedere il ristoro del danno sofferto in seguito alla frustrazione dei propri fini istituzionali di tutela dell'*integrità del mercato*, espressamente delineati nel TUF sia con riferimento alle finalità dei poteri di vigilanza (cfr. ad es. gli artt. 63 comma 1 lett. b), 74 e 91), sia con riferimento alla potestà sanzionatoria amministrativa che le è automaticamente riconosciuta. In ragione del rapporto di continenza tra il bene giuridico tutelato dalla fattispecie incriminatrice (la regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e la regolarità dell'andamento dei mercati finanziari, la cui turbativa compromette l'efficienza e la trasparenza dei meccanismi di mercato in danno dell'economia pubblica) e la missione istituzionale dell'ente, l'esistenza di questo danno va ritenuta una conseguenza normale del reato e non necessita di prova specifica (...)».

Sui criteri di quantificazione del danno, il Tribunale ha ritenuto che le conseguenze pregiudizievoli di questo illecito «non si prestano ad una valutazione monetaria di mercato» onde «non ne discende un risarcimento ma

---

[105] Si tratta di Trib. Milano, sez. III pen., 24 giugno 2006 di cui dà notizia IlSole24Ore, 9 agosto 2006, p. 19 nel contesto di un articolo di NEGRI, *L'aggiotaggio non fa sconti*. La vicenda processuale è poi riassunta da C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contrat. impr. europ.*, 2007, 1, p. 181 ss.

una riparazione». In particolare, secondo il Tribunale, il danno subito dalla Consob deve intendersi come danno non patrimoniale e si identifica con la «lesione inferta all'ente legittimato a costituirsi parte civile sotto il profilo dell'ostacolo all'esercizio delle funzioni istituzionali di tutela del mercato; non può eccedere tali limiti, salvo incorrere in una sovrapposizione con le funzioni della sanzione penale; non trascende nella retribuzione del danno al mercato stesso in senso lato e non costituisce un nuovo genere di danno risarcibile, riconducibile al modello dei punitive damages»[106].

Sempre nel corso del 2006, lo stesso Tribunale di Milano ha nuovamente precisato che «[l]a lesione dell'immagine subita dalla Consob a seguito di fatti di manipolazione deve essere ritenuta conseguenza normale del reato ex art. 2059 cod. civ., ed è danno ontologicamente distinto dal danno all'*integrità del mercato* […]. Il danno all'*integrità del mercato* discende, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile; va riferito alla lesione arrecata all'omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob; spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti»[107].

In altri termini, questa sentenza ha chiarito che anche il danno non patrimoniale è risarcibile ai sensi dell'art. 2059 cod. civ. a favore della Consob costituita parte civile per il reato di aggiotaggio. La Consob è, infatti, ente istituzionalmente preposto alla tutela dell'interesse collettivo - di rilevanza costituzionale - della efficienza ed *integrità del mercato* finanziario: interesse leso proprio dai reati di aggiotaggio e di abuso di informazioni privilegiate. Il danno non patrimoniale si sostanzia dunque nella lesione del bene giuridico della corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari (bene che costituisce il

---

[106] Secondo il Tribunale, l'impossibilità «di riferire alla Consob, in applicazione dell'art. 187 *undecies* TUF, un danno che ecceda il perimetro della parte civile all'esplicazione delle proprie finalità istituzionali (...) trova conferma (...) nella mancanza di un vincolo di destinazione funzionale a carico della somme liquidate alla Consob a titolo riparatorio, a differenza di quanto disposto ad esempio dall'art. 166 del d. lgs. n. 196 del 2003 con riferimento alle somme riscosse dall'Autorità Garante per la protezione dei dati personali in seguito all'irrogazione di sanzioni amministrative. In mancanza di forme di ristorno al mercato, sia pure indirette e mediate da un vincolo di destinazione, la riparazione va riferita all'autorità quale soggetto portatore di diritti e fatta corrispondere, coerentemente, ad un diritto soggettivo dell'ente medesimo. (...)».

[107] Tribunale Milano, 21/12/2006 C.G. e altro c. Consob, in *Giur. comm.* 2007, 6, p. 1291 con nota di GILOTTA, *cit.*; pubblicata anche *Corr. giur.*, 2007, p. 1136 ss., con nota di F. BRUNO e A. ROZZI, *La Market Abuse Directive e la tutela della Consob: il risarcimento della Commissione in caso di aggiotaggio*. Ma in senso analogo Tribunale Milano, sez. I, 07/01/2008 in *Foro ambrosiano 2008,* 2, p. 194.

presupposto indefettibile dell'efficiente funzionamento del mercato finanziario e dell'economia pubblica) ed è danno sofferto dalla Consob a cagione della frustrazione subita dai propri fini istituzionali, danno che va dunque differenziato ontologicamente dalla lesione all'ordine pubblico economico alla cui tutela è preposta la sanzione penale.

In questo senso è da segnalare anche una coeva pronuncia sempre del tribunale di Milano[108]. In tale pronuncia il Giudice nega che il danno all'*integrità del mercato* debba ritenersi "esponenziale di tutti i danni da chiunque subiti"; l'interpretazione offerta considera invece tale lesione come un *vulnus* inferto ad un "diritto soggettivo dell'ente medesimo", in quanto «la lesione dell'interesse pubblico al regolare andamento del mercato e delle contrattazioni implica, di per sé, un danno immediato e diretto in capo all'Autorità di vigilanza, in quanto compromette la piena ed efficace realizzazione delle finalità istituzionali che ne costituiscono la ragione di esistere»[109].

---

[108] Tribunale di Milano 27/03/2006, in *Giur. merito* 2008, 9, p. 2298, con nota di F. BACCO, *Il delitto di aggiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni «mascherate»*.

[109] F. BACCO, *Il delitto di aggiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni «mascherate», cit.*, p. 2299 a margine di queste considerazioni del tribunale osserva criticamente che «Così definita, quantomeno a livello di ipotesi iniziale, l'essenza del danno, giova osservare come, sotto il profilo funzionale, la disposizione in esame aderisca univocamente alla prospettiva di potenziamento del ruolo attivo della Consob all'interno del processo, quale mezzo per un efficace ausilio agli organi inquirenti. Tuttavia, l'eventuale agevolazione delle dinamiche di accertamento processuale, perseguita tramite l'ammissibilità dell'esercizio dell'azione civile, nel passaggio dal piano degli intenti al panorama degli effetti sembrerebbe presagire esiti la cui coerenza sistematica resta tuttora da vagliare: da un lato, la predetta attribuzione di poteri è un incentivo all'efficienza dell'accertamento, ma come interpretare il «ristoro» che l'ente invoca tramite la propria costituzione?
Se, come detto, un simile risarcimento non è da inquadrarsi quale compensazione dell'intero danno subito dal mercato, sembra doversi constatare la presenza di una soggettività giuridica dotata di pretese autonome che agisce «in parallelo» all'interno del processo penale.
Si impongono quindi dei dubbi sulla natura sostanziale, ormai «bivalente», dell'Autorità di vigilanza: non più solo sintesi rappresentativa di interessi a presidio di un nucleo di beni giuridici, ma portatrice di una vera e propria identità alternativa.
La tutela accordata tramite l'azione civilistica è dunque un quid pluris che punta a stabilire una compensazione equitativa non nei confronti della collettività degli operatori ed investitori, bensì a vantaggio di un unico soggetto che si ritiene aver ricevuto dalla pratica delittuosa uno specifico nocumento di tipo non patrimoniale: la «finalità istituzionale di tutela», assunta in sentenza quale oggetto della lesione arrecata dalla condotta manipolativa, si configura come bene di esclusiva pertinenza del garante preposto per legge alla regolamentazione del mercato.
L'affermazione in via presuntiva di un legame fra le pratiche manipolatorie e la frustrazione degli obiettivi dell'Autorità, con il conseguente «potenziamento processuale», portano dunque alla concreta emersione nel panorama finanziario di una rosa di interessi propri dell'autorità amministrativa per i quali l'epiteto «strumentali» sembra ormai riduttivo. […]».

Da segnalare è infine un'ulteriore pronuncia della corte meneghina[110] la quale, consolidando le posizioni già espresse dal medesimo Tribunale, ha nuovamente precisato che:

(a) nel caso di costituzione di parte civile della Consob nei confronti di un soggetto imputato di *insider trading*, la medesima Consob non può surrogarsi ai soggetti direttamente danneggiati dal fatto illecito, né sono configurabili il danno all'immagine (che se mai l'immagine della Consob esce rafforzata dalla riuscita scoperta e punizione del reato per effetto alla propria attività di indagine), e il danno patrimoniale rappresentato dai costi di istruttoria (tale funzione è infatti svolta istituzionalmente dalla Consob e coperta da capitoli del bilancio dello Stato). Il danno risarcibile è piuttosto correttamente inquadrabile come danno all'*integrità del mercato*, secondo quanto previsto dall'art. 187-*undecies* TUF: integrità necessaria affinché gli investitori e i negoziatori possano riporvi fiducia, mentre i comportamenti delittuosi che ledono tale integrità determinano sfiducia, allontanamento degli onesti e diffusione di altre prassi scorrette. Ciò integra indubbiamente un danno al mercato degli strumenti finanziari, che - per quanto il bene protetto sia eminentemente immateriale e di creazione normativa - è concreto, ricade sull'intera economia e sulla società, non è facilmente quantificabile ma è certamente connesso «all'offensività del fatto, alle qualità personali del colpevole, all'entità del prodotto o profitto conseguito»;

(b) l'attribuzione alla Consob della facoltà di costituirsi parte civile per richiedere il risarcimento dei danni cagionati dai (soli) reati di cui agli art. 184 e 185 TUF a norma dell'art. 187-*undecies* TUF (introdotto dalla l. n. 62/2005) deve essere esaminata tenendo a mente i principi generali in materia di azione risarcitoria. La Consob non è assimilabile ad un ente esponenziale in senso proprio, trattandosi di un organo di controllo e vigilanza sul mercato finanziario e pertanto

[110] Tribunale Milano, 25/10/2006 in *Foro ambrosiano* 2006, 4, p. 430 e anche in *Giur. Merito*, 2007, 6, p. 1747.

alla stessa non è consentito surrogarsi agli altri soggetti eventualmente danneggiati. Ciò posto, la Consob può agire esclusivamente a tutela dei diritti che le sono riconosciuti quale garante della *integrità del mercato*, normativamente identificata come bene giuridico leso dai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, ed in particolare è legittimata a chiedere il ristoro del danno da discredito istituzionale derivante dalla compromissione del ruolo e della funzione di organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'efficienza e la trasparenza del mercato ma che, per effetto del reato, viene percepita come autorità incapace di esercitare efficacemente il proprio ruolo.

2.3.2.3 La recente cassazione n. 8588/2010.

Di recente la questione concernente la natura della pretesa che la Consob può avanzare ai sensi dell'art. 187-*undecies*, comma 2, TUF per ottenere la riparazione del danno all'*integrità del mercato* è stata affrontata dalla Cassazione con sentenza n. 8588/2010[111].

Occorre premettere che i giudici di legittimità si sono pronunciati in un quadro nel quale mentre in giurisprudenza era stata negata la natura sanzionatoria della prestazione imposta all'autore del reato dall'art. 187-*undecies* TUF per il danno all'*integrità del mercato* – sull'assunto che la predetta disposizione mirasse a ristorare un danno concreto, pur a fronte dell'immaterialità di tale bene, che ricadrebbe sull'intera economia[112], stando invece ad una parte della dottrina, come visto, il ristoro patrimoniale attribuito alla Consob consegue ad un fatto illecito non lesivo del patrimonio dell'autorità,

[111] Cassazione penale, sez. V, 20/01/2010, n. 8588, reperibile in *Guida al diritto* 2010, 19, p. 82 (s.m.) e in Cass. pen. 2010, 9, p. 3240.
[112] Trib. Milano 23 gennaio 2007, in *Dir. prat. Soc.*, 2007, n. 14-15, p. 67.

bensì di un'entità del tutto astratta qual è l'*integrità del mercato*: ciò che appunto evocherebbe la figura dei danni punitivi propria del diritto nord-americano[113].

Tutto ciò premesso la Cassazione ha puntualizzato che l'art. 187-*undecies*, comma 2, attribuisce alla Consob una situazione giuridica soggettiva nuova che la legittima all'esercizio di diritti spettanti *naturaliter* al novero dei risparmiatori danneggiati dalla lesione dell'*integrità del mercato* provocata dall'azione criminosa descritta dagli artt. 184-185 TUF, al fine di dotare l'ente di un ben maggiore peso nella dialettica processuale e nell'istanza repressiva per questo tipo di illeciti.

Sebbene la titolarità dell'indennizzo conseguente alla lesione sia attribuita all'ente di vigilanza, tale riparazione è riconosciuta alla Consob non per danni all'integrità patrimoniale o a causa della frustrazione della sua attività alla sua immagine (giacché il soggetto leso dai reati contro l'*integrità del mercato* è proprio il mercato medesimo) quanto in un'ottica che parrebbe punitiva.

La Corte non ha, tuttavia, preso espressamente posizione circa la natura sanzionatoria della riparazione prevista dall'art. 187-*undecies*[114]. Pur tuttavia, appare ragionevole concludere nel senso che la Corte abbia quantomeno effettuato un riconoscimento implicito di questa ricostruzione teorica laddove ha chiarito che l'attribuzione della natura sanzionatoria alla riparazione prevista dal nuovo art. 187-*undecies*, comma 2, TUF rinviene sostegno nell'incontestabile «rilievo dalla singolarità della situazione in cui la parte non è rappresentante degli operatori di mercato (e che consente un arricchimento di chi non è danneggiato da reato), bensì preposta alla tutela di un interesse pubblico, tradizionalmente presidiato da sanzioni penali o amministrative».

2.4. Definizione d'*integrità del mercato* e prosieguo dell'indagine.

[113] Cfr. F. SGUBBI – D. FONDAROLI – A. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario, abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della CONSOB, falso in prospetto*, Cedam, 2008, p. 186 ss.

[114] E del resto, la stessa pronuncia rammenta come la recente e nota Cass. civ., sez. 3, 19 gennaio 2007, n. 1183 avesse negato ingresso al riconoscimento di misure risarcitorie in funzione repressiva.

L'analisi della dottrina e della giurisprudenza che si sono espresse in merito alla portata della nozione d'*integrità del mercato* recata dagli artt. 21 e 187-*undecies* TUF conferma a mio avviso che tale nozione debba intendersi come un principio generale: come ogni principio generale, esso è costruito in termini di norma di tutela di interessi, non specificatamente ed oggettivamente individuati dal legislatore, sibbene individuabile in via interpretativa non esclusivamente ma anche mediante richiami non strettamente normativi e giuridici[115]. Alla luce dell'analisi sin qui svolta, ritengo che tale principio compendi l'interesse pubblico a che, sul piano regolatorio e rimediale, sia (forzatamente) assicurata la fiducia (o, in altri termini, l'affidamento) degli investitori nel corretto funzionamento del mercato, quale presupposto per la sua efficienza e quale garanzia di massimo benessere collettivo. Il principio in discorso vincola quindi gli attori del mercato, emittenti e intermediari sul mercato finanziario, a tenere condotte che non pregiudichino tale fiducia.

In quest'accezione, l'*integrità del mercato* si risolve allora e come detto in un principio, la cui tutela si impone per ragioni d'ordine pubblico, che si realizza mediante due momenti[116]:

a) che sia preservata una struttura di mercato efficiente e concorrenziale attraverso il corretto operare di emittenti e intermediari;

b) che il consumatore (investitore-risparmiatore sul mercato finanziario) possa scegliere liberamente senza inganni.

Se, peraltro, l'*integrità del mercato*, come ritengo, costituisce principio generale dell'ordinamento che impone di assicurare l'*affidamento* di coloro i quali sul mercato operano, la forza pervasiva di tale principio (ciò che vale del resto per ogni principio che concreta un canone d'ordine pubblico) non dovrebbe essere limitata alla disciplina dei mercati finanziari, sebbene, quale principio generale *settoriale* (v. cap. 2.1.3.) questa sia la sua "sede naturale" e per ciò oggetto principale della presente analisi. Tale principio dovrebbe operare

---

[115] Per ulteriori dettagli in merito all'esatta delimitazione dei principi generali rinvio a LIBERTINI, *Clausole generali*, *cit.*, p. 367 ss.

[116] Così A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in corso di pubblicazione, p. 15; ID., *Rapporti tra tutele civilistiche e regole di vigilanza. Nuovi strumenti di tutela giudiziale e stragiudiziale del cliente*, in atti del convegno di San Miniato 22/23 ottobre 2010, *Nuove regole nelle relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, p. 150.

quantomeno (anche) nell'ambito di settori contigui, come il diritto bancario pure regolati da normative diverse dal TUF.

Affinché, pertanto, sia tutelata l'*integrità del mercato*, soprattutto se si accolgono le innovative prospettive della *behavioral economics*, si rendono opportune misure di regolazione *ex ante* del mercato in grado anche di sopperire ai *fallimenti* del mercato causati dall'irrazionalità e da scelte compulsive ed emozionali dei soggetti che vi operano e che vi accedono in tutti i settori che, proprio per la loro alta specializzazione, sono "sorvegliati" da autorità di vigilanza indipendenti[117].

Occorre di conseguenza verificare, anzitutto, come l'azione istituzionale, le norme e i rimedi che essa impone, possano modificare il comportamento dell'attore del mercato al fine di garantire che sia preservata la fiducia nel corretto funzionamento del mercato medesimo, ovvero sia, per quanto detto, la sua integrità.

A tal fine, proverò nei paragrafi che seguono a descrivere:

i) come in concreto abbia agito la Consob a tutela dell'*integrità dei mercati* nella vicenda, ancor oggi di stretta attualità, delle vendite allo scoperto;

ii) come *in futuro* potrà operare un'altra autorità di vigilanza, la Banca d'Italia, cui proprio di recente sono state attribuite nuove competenze (v. nuovo art. 127 TUB) che ben incarnano, nella prospettiva dell'*integrità del mercato*, «un momento di sintesi tra l'obiettivo della vigilanza sulla stabilità macroeconomia del mercato – affidato tradizionalmente all'azione della Banca centrale – con l'esigenza, dotata di pari dignità, che il soggetto che opera nel mercato sia posto nella condizione di confrontare le offerte di prodotti tra loro concorrenti, attuando al propria scelta di consumo in modo volontario e informato»[118].

---

[117] Sul ruolo delle autorità di vigilanza e sulle sue prospettive di riforma cfr. G. NAPOLITANO – A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, Roma 2009.

[118] ZOPPINI, *Rapporti tra tutele civilistiche e regole di vigilanza. Nuovi strumenti di tutela giudiziale e stragiudiziale del cliente*, *cit.*, p. 152.

Dopo avere svolto il necessario inquadramento teorico del problema, proverò quindi a verificare se e in che termini i medesimi obiettivi di tutela possano essere più efficacemente assicurati attraverso il congiunto operare dei rimedi privatistici.

3. Qualità delle regole e *integrità del mercato*.

Secondo quanto sinora esposto, la tutela dell'*integrità del mercato*, quale principio che compendia un interesse che trascende i singoli attori di mercato, deve essere assicurata *ex ante* attraverso l'intervento di autorità pubbliche di vigilanza che pongano regole qualitativamente efficaci e idonee a sopperire anche ai fallimenti di mercato causati dall'irrazionalità degli operatori.

Questa considerazione è rafforzata, nell'attuale momento storico, dalla constatazione che il mero affidamento a tecniche di *disclosure* e all'autoregolamentazione non si è rivelato sufficiente a prevenire la crisi che negli ultimi due anni ha colpito i mercati.

È in questa constatazione che, a mio avviso, va ricercata la ragione politica che ha indotto (i) le autorità di regolazione e, a monte, (ii) il decisore politico a *riscoprire* interventi regolatori volti all'introduzione di nuovi limiti e prescrizioni che si auspica contribuiscano a garantire l'*integrità del mercato*.

Costituisce un esempio del primo tipo di interventi la recente attività della Consob in tema di *short selling* (sul contenuto di tale disciplina e sulla sua dubbia efficacia v. il par. 3.1.).

Costituisce un esempio del secondo tipo di interventi l'attribuzione da parte del legislatore alla Banca d'Italia di nuovi poteri in tema di trasparenza (sul contenuto dei quali si rinvia al par. 3.2.).

3.1. L'esempio della Consob con le vendite allo scoperto: l'attività regolatoria e repressiva. I limiti riscontrabili nell'attività dell'autorità.

A seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers nel settembre 2008, i mercati finanziari hanno, come noto, sofferto di eccezionali tensioni e volatilità. Le Autorità di vigilanza dei principali paesi hanno, pertanto, adottato una serie di

misure volte a limitare la pratica delle vendite allo scoperto temendo che esse potessero contribuire ad acuire le tensioni sui mercati, causando brusche correzioni al ribasso delle quotazioni.

Al fine di garantire un ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo al contempo le possibilità di abuso di mercato, la Sec, autorità di vigilanza dei mercati americana, e (a stretto giro) le Autorità di quasi tutte le principali piazze finanziarie hanno adottato provvedimenti di divieto temporanei delle vendite allo scoperto, seppur differenti per contenuti e tempistica.

In particolare, e volendo accennare solo ai provvedimenti più significativi posti in essere dall'autorità di vigilanza italiana,

i. la Consob è intervenuta adottando un primo provvedimento il 22 settembre 2008 con il quale ha vietato le vendite allo scoperto di azioni di banche e imprese di assicurazione quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, non assistite dalla disponibilità dei titoli stessi da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione;

ii. il 1° ottobre 2008 è stato adottato un provvedimento più restrittivo, in base al quale la vendita di azioni di società finanziarie doveva essere assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli. Questo divieto è stato poi esteso a decorrere dal 10 ottobre 2008 a tutti i titoli del listino;

iii. il 30 dicembre 2008 la Consob è nuovamente intervenuta (con un ulteriore provvedimento con decorrenza dal 1° gennaio 2009), confermando la validità del regime precedente per i titoli finanziari e per le azioni di società oggetto di aumenti di capitale e ripristinando per gli altri titoli il divieto di vendite non assistite dalla disponibilità degli stessi. Tale ultimo provvedimento è stato prorogato fino al 31 maggio 2009;

iv. considerata la successiva evoluzione del mercato, la Consob in data 27 maggio 2009 ha modificato il regime temporaneo di divieto limitandone l'applicazione, per tutti i titoli, alle sole vendite non

assistite da disponibilità dei titoli stessi al momento dell'ordine. Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, alle azioni emesse da società oggetto di aumenti di capitale alla data di entrata in vigore della delibera continuano ad applicarsi, fino al giorno di consegna delle azioni da esso rivenienti, le disposizioni di cui al punti 2 della Delibera n. 16813 del 26 febbraio 2009, secondo cui la vendita deve essere assistita sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione;

v. infine, con Delibera n. 16971 del 28 luglio 2009, anche in attesa di una decisione armonizzata a livello europeo, sono stati eliminati i vincoli temporanei all'attività di *short selling*, eccezion fatta per le azioni di società che avessero deliberato un aumento di capitale entro il 30 novembre 2009.

È sin d'ora opportuno sottolineare come i provvedimenti regolamentari appena citati siano stati adottati dalla Consob sulla base dell'articolo 74, commi 1 e 3, del TUF, che assegna alla Consob il compito di vigilare sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori adottando, in caso di necessità e urgenza e per le finalità indicate, i provvedimenti necessari nonché dell'articolo 21, comma 1, lettera a), TUF, che richiede ai soggetti abilitati, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessorie, di comportarsi con «diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati».

Nell'«ordinamento» borsistico si distingue il contratto di compravendita a termine di titoli c.d. coperto, che si realizza quando le parti abbiano preventivamente depositato, rispettivamente, i titoli ed il denaro, da quello c.d. «scoperto», che si realizza laddove tale garanzia non esista[119]. Per vendita allo scoperto si intende, quindi, una vendita sul mercato di titoli dei quali non ci si è preventivamente assicurata la provvista (secondo uno schema riconducibile alla vendita di cosa altrui disciplinata dall'art. 1478 cod. civ.).

[119] Nella manualistica, v. F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, XIII ed., Napoli 2007, p. 1230.

Le vendite allo scoperto sono di due tipi, *covered* e *naked*:

i. le vendite allo scoperto *covered* sono quelle assistite dal prestito dei titoli: in questo caso, il venditore prende a prestito un numero di azioni pari a quello che intende vendere allo scoperto in modo da garantirne la consegna al compratore. In un secondo momento acquista lo stesso quantitativo di azioni sul mercato per restituirle al prestatore, lucrando sulla (auspicata) discesa del prezzo nell'intervallo intercorrente tra la conclusione del contratto e il momento della consegna. Usualmente, il prestatore dei titoli può richiedere in garanzia sia danaro che strumenti finanziari; se la garanzia è rappresentata da strumenti finanziari, i prestatori ricevono delle commissioni dal venditore, mentre se la garanzia è rappresentata da denaro secondo uno schema riconducibile al pegno irregolare (v. art. 1851 cod. civ.), i prestatori corrispondono al venditore interessi ad un tasso inferiore a quello di mercato;

ii. le vendite allo scoperto *naked*, invece, non sono assistite, al momento dell'ordine, dal prestito dei titoli, per cui il venditore deve ricercare sul mercato le azioni da consegnare al compratore al fine di regolare la propria posizione. La copertura può essere effettuata per il tramite del prestito titoli oppure con un acquisto, fuori mercato o sul mercato.

Evidentemente, la seconda tipologia di *short selling* dà luogo ad un elevato rischio di mancata consegna dei titoli il giorno di regolamento contrattualmente previsto. Tale rischio diventa una certezza nel caso in cui i titoli siano acquistati sul mercato nei giorni successivi a quello in cui l'ordine di vendita è stato eseguito.

La Consob ha, dunque, graduato secondo l'andamento del mercato nel periodo da ottobre 2008 sino al maggio 2009 i propri provvedimenti restrittivi, vietando in alcuni casi le vendite allo scoperto *tout court*, sia *naked* che *covered*, in altri consentendo tali vendite purché assistite quanto meno dalla disponibilità dei titoli.

Una volta definite natura e tipologie delle vendite allo scoperto, occorre brevemente chiedersi se, e in quali termini, gli interventi restrittivi in materia delle singole autorità di vigilanza dei mercati (che, pur variando da paese a paese per intensità, ampiezza di applicazione e durata, sono stati invariabilmente presentati come tesi a ripristinare l'ordinato funzionamento dei mercati ed evitare cali ingiustificati dei prezzi delle azioni) abbiano effettivamente mantenuto o meno le «promesse».

All'uopo, mi sia consentito premettere una rapida illustrazione di quelli che sono stati sin'ora gli esiti degli studi empirici delle scienze economiche-finanziarie sullo *short selling*, diffusamente spiegati in un *paper* che la Consob ha pubblicato sul tema nel corso del 2009[120].

Al riguardo occorre preliminarmente considerare che gli operatori ricorrono alla pratica della vendita:

i. con finalità speculative: gli investitori possono vendere allo scoperto perché ritengono che il titolo sia sopravvalutato e vogliono ottenere un profitto dalla riduzione della sua quotazione; *oppure*

ii. con finalità di arbitraggio, acquistando e vendendo simultaneamente strumenti finanziari collegati, per esempio azioni e derivati, per sfruttare eventuali disallineamenti dei prezzi relativi; *oppure*

iii. con finalità di copertura (*hedging*). Ad esempio, una banca che ha venduto un'opzione *put* su un titolo o che ha acquistato un'obbligazione convertibile può coprirsi vendendo allo scoperto il titolo sottostante.

Tanto chiarito, la letteratura economico-finanziaria ha evidenziato come la pratica dello *short selling* possa astrattamente produrre sia effetti positivi, sia effetti negativi.

- Quanto alle esternalità positive, si segnalano: il miglioramento dell'efficienza informativa dei prezzi e l'incremento del livello di liquidità. Lo *short selling* garantisce tendenzialmente una maggiore

[120] *Position paper* pubblicato dalla Consob il 27 maggio 2009 dal titolo "*Position paper Consob in tema di short selling*", consultabile sul sito web www.consob.it e sottoposto alla consultazione degli operatori. Gli esiti della consultazione sono stati pubblicati dall'Autorità sullo stesso sito web il 26 novembre 2009.

efficienza informativa sui prezzi poiché gli investitori in possesso di informazioni negative su un titolo che non è nella loro disponibilità possono rivelare tali informazioni attraverso la vendita. E le quotazioni di titoli sopravvalutati si abbasseranno grazie alle vendite allo scoperto gradualmente incorporando le aspettative negative dei ribassisti che non posseggono il titolo. Lo *short selling* consente poi un aumento della liquidità sui mercati poiché lascia libertà anche agli operatori sprovvisti dei titoli di effettuare operazioni di vendita, sicché incrementa il numero dei potenziali venditori (e futuri acquirenti) con correlativo incremento dei volumi scambiati.

- Quanto alle esternalità negative, si segnalano: l'instabilità dei mercati e il rischio c.d. di regolamento. Vendite allo scoperto di volume significativo e immesse sul mercato in sequenza possono creare timori e incertezze, generando panico tra gli operatori e contribuendo ad innalzare ed agevolare il *trend* ribassista del mercato e, ad un tempo, possono agevolare strategie manipolative volte ad indurre, in maniera artificiosa, ad una riduzione consistente su determinati titoli. Lo *short selling* può poi pregiudicare l'*integrità del mercato* poiché, con l'intensificarsi di tale tipologia di vendita, aumentano le difficoltà degli operatori di procurarsi in tempo utile i titoli venduti allo scoperto con correlativo aumento della probabilità di c.d. *fail* nel processo di liquidazione, vale a dire di mancata consegna dei titoli alla data contrattualmente prevista (con conseguente aumento dei costi di transazione e riduzione dei livelli di scambio).

Questi essendo gli effetti benefici e non della pratica dello *short selling*, nel suo complesso la dottrina economica largamente maggioritaria ritiene che gli effetti positivi delle vendite allo scoperto incidano sui mercati in modo largamente prevalente rispetto a quelle che possono esserne le conseguenze negative.

D'altronde, proprio le misure recentemente adottate dalle Autorità di vigilanza delle principali piazze finanziarie mondiali, e in particolare, per quanto d'interesse in questa sede, dalla Consob consentono di trarre significative

conclusioni in merito alla correttezza degli studi empirici sul tema dello *short selling*.

Dalle analisi svolte dalla Consob, è emerso che l'imposizione di divieti alle vendite allo scoperto ha comportato benefici effetti in misura limitata, riducendo la speculazione e i *fails*, ma ha anche grandemente contribuito a ridurre la liquidità nel mercato e ad aumentare i costi di transazione e la volatilità dei rendimenti, senza peraltro riuscire a frenare la discesa dei corsi azionari[121].

Tanto ciò è vero che, in esito alla consultazione degli operatori, la Consob ha premesso all'illustrazione delle opzioni regolamentari che potrebbe adottare in futuro sulla materia, la seguente significativa considerazione, che ben riassume le osservazioni sin qui svolte: «Alla luce dell'analisi svolta, emerge un'importante conclusione, che è il punto di partenza per la definizione delle migliori strategie regolamentari in materia. Lo *short selling* non sembra essere, di per sé, una pratica abusiva. Se posta in essere per finalità speculative, di *hedging* o di arbitraggio, e in condizioni normali di mercato, essa contribuisce a migliorare l'efficienza dei mercati, favorendo il processo di formazione dei prezzi e incrementando la liquidità dei mercati. Questi benefici vengono meno in situazioni patologiche, come quando lo *short selling* è utilizzato come strumento per perpetrare abusi di mercato, o in circostanze eccezionali, ad esempio in concomitanza di situazioni di crisi dei mercati. Questa conclusione deve guidare la scelta delle ipotesi regolamentari destinate a regolare la pratica dello *short selling* in via permanente»[122].

Anche la dottrina ha avuto modo di esprimersi sugli orientamenti della Consob in tema di vendite allo scoperto e più in generale sull'efficacia di regole siffatte e garantire l'*integrità dei mercati*[123]. È stato sul punto rilevato come le soluzioni restrittive sulle vendite allo scoperto siano in definitiva risultate largamente imperfette rispetto all'obiettivo perseguito, sicché si è auspicato un futuro intervento regolatorio che, abbandonando la linea di una tendenziale imposizioni di divieti, si incentri sulla valorizzazione di regole di

---

[121] V. "*Position paper Consob in tema di short selling*", p. 10.
[122] V. Consob, *Esiti della consultazione* sul "*Position paper Consob in tema di short selling*", premessa la cap. II, pubblicato il 26 novembre 2009 e consultabile sul sito web www.consob.it.
[123] Cfr. A. PERRONE, *Shall the big boys play by their own rules? Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

comportamento, declinando più puntualmente standard e regole tecniche di condotta per gli operatori.

Ricostruiti gli effetti dei divieti applicati dalle autorità di regolazione, della Consob in particolare, in tema di vendite allo scoperto, occorre a questo punto verificare anche alla luce delle considerazioni sin'ora svolte, e indipendentemente dai futuri assetti regolatori, come la stessa Consob abbia applicato i regolamenti adottati tra il 2008 e il 2009.

La Consob, nel corso della consueta attività di monitoraggio e vigilanza sull'operatività degli intermediari, ha avuto modo di aprire numerosi procedimenti (oltre 10) a carico di taluni operatori per violazione delle prescrizioni in tema di *short selling*[124]. Ciò, in particolare, è avvenuto in riferimento ai titoli degli emittenti (tra gli altri, Seat PG e Pirelli RE) che hanno posto in essere operazioni di aumento di capitale nel 2009 c.d. con rilevante effetto diluitivo, vale a dire aventi quale essenziale caratteristica un elevato rapporto tra il numero di azioni emesse e il numero di azioni in circolazione, con il fine di massimizzare il valore dello sconto per i sottoscrittori rispetto al valore delle azioni in circolazione (e, dunque, invogliare il pubblico risparmio in un momento congiunturale negativo[125]). Nel corso dell'attività di vigilanza su queste operazioni, la Consob ha accertato come in concomitanza della scadenza del periodo di offerta delle azioni di nuova emissione si siano registrati volumi di vendita imponenti che hanno indotto la stessa Autorità ad avviare indagini al fine di accertare se talune di dette vendite fossero state effettuate allo scoperto, nell'auspicio di consegnare al compratore alla data di regolamento proprio le azioni rivenienti dall'aumento di capitale.

---

[124] Traggo i dati e i riferimenti dal *Position paper* della Consob, disponibile sul sito web www.consob.it "*Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*" pubblicato il 19 aprile e sottoposto alla consultazione degli operatori. Gli esiti della consultazione ormai conclusasi sono stati pubblicati il 3 agosto 2010 e sono disponibili sullo stesso sito web dell'Autorità.

[125] In altri termini, in ragione della situazione di mercato, gli emittenti che si sono trovati nella condizione di raccogliere nuovo capitale, hanno cercato di agire su diverse leve al fine di "invogliare" i propri azionisti ad aderire alle operazioni di aumento di capitale. Alcuni di essi, in particolare, hanno realizzato operazioni di aumento di capitale in opzione agli azionisti, caratterizzate da un rilevante quantitativo di azioni da emettere a fronte del numero di azioni già in circolazione, con l'obiettivo di massimizzare il valore dello sconto per i potenziali sottoscrittori rispetto al valore di mercato delle azioni in circolazione. La conseguenza è stata la diluizione del capitale in un numero molto elevato di azioni, caratterizzate, evidentemente, da un prezzo di riferimento corrispondentemente inferiore.

Più in dettaglio, la Consob ha promosso procedimenti contro numerosi aderenti all'MTA (mercato telematico azionario) per violazione del divieto di *short selling*, segnatamente per non aver «adottano tutte le misure e le cautele necessarie al più rigoroso rispetto delle prescrizioni che precedono anche quando trattano ordini provenienti da altri intermediari». Tali procedimenti sono stati avviati una volta che l'Autorità ha accertato che, «contemporaneamente» o «alternativamente», taluni operatori avevano immesso ordini di vendita per volumi significativi, superiori al 2%, e si erano poi verificati *fail* ovvero i titoli non erano stati consegnati alla data di regolamento prevista.

Alcuni dei cennati procedimenti si sono conclusi nel corso dell'estate con l'irrogazione di sanzioni da parte della Consob agli intermediari ai sensi del combinato disposto degli artt. 190, comma 2, lett. d-*ter*, e 195 del TUF (ad es. Equita S.p.A. e Mediobanca S.p.A.).

La lettura dei provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob nei confronti di taluni intermediari, in uno con l'analisi svolta in precedenza circa (la dubbia) efficacia delle restrizioni allo *short selling* per preservare l'*integrità dei mercati*, offrono il destro per talune brevi riflessioni sul *modus operandi* dell'Autorità nazionale di vigilanza sui mercati e, dunque, anche sui meccanismi di «*public enforcement*» sin'ora sperimentati.

A questo riguardo, ritengo opportuno considerare separatamente: (i) le criticità emerse nella condotta «procedimentale» dell'Autorità; (ii) su un piano più generale l'efficacia delle azioni implementate dalla stessa autorità per garantire l'*integrità dei mercati*.

Sotto il primo profilo, l'analisi dei provvedimenti con i quali l'Autorità ha disposto sanzioni nei confronti degli intermediari e la lettura degli atti infra-procedimentali della Consob lumeggiano quelli che, a mio avviso, sono i limiti riscontrabili nell'attività del regolatore.

i. L'Autorità sembra traslare integralmente l'onere della prova sugli intermediari in merito alla *non* realizzazione di vendite allo scoperto. Onere della prova che è sovente difficile da assolvere quanto meno nei casi in cui, e sono la maggioranza, l'intermediario abbia agito per

conto di terze entità che, a loro volta, hanno trasmesso all'intermediario ordini della propria clientela.

ii. In questo quadro, peraltro, la Consob non ha fornito dettagliate indicazioni agli intermediari in merito alle azioni *necessarie e sufficienti* al fine di conformarsi all'obbligo di adottare «tutte le misure e le cautele necessarie al più rigoroso rispetto delle prescrizioni che precedono anche quando trattano ordini provenienti da altri intermediari», con una conseguente perniciosa incertezza che non ha senz'altro agevolato la piena realizzazione degli obblighi di vigilanza da parte degli operatori. Sicché l'Autorità ha potuto «rimproverare» agli intermediari, in tutti i casi in cui è stato avviato un procedimento a loro carico per violazioni delle restrizioni sulle vendite allo scoperto, di non avere comunque conservato uno standard di diligenza adeguato rispetto alle prescrizioni regolamentari.

iii. In concreto, le valutazioni della Consob circa l'adeguatezza delle misure di controllo adottate dagli intermediari sembrano essere state effettuate in base ad un giudizio *ex post* e non *ex ante*. Il che si è tradotto e si traduce in un obbligo per gli stessi intermediari di adottare misure organizzative che arrivano a dirittura a dover rifiutare gli ordini di vendita sui quali non vi sono certezze, con un aggravio ingiustificato di costi per le imprese. Ciò secondo una linea che appare in assoluta controtendenza rispetto ai principi, quali ad esempio quelli consacrati nella legge 231/2001, che impongono l'adozione di modelli idonei alla prevenzione degli illeciti che tuttavia sono e devono essere valutati *ex ante*.

I limiti appena riscontrati all'azione di *enforcement* della Consob appaiono senz'altro agevolati da un'incertezza (a monte) del quadro regolatorio che non definisce puntualmente gli obblighi degli intermediari. Senz'altro la approssimativa definizione dei doveri degli intermediari da parte dell'Autorità di vigilanza è stata giustificata dall'esigenza di conservare in capo ad essa una certa elasticità di azione onde salvaguardare al meglio il mercato dai rischi

sistemici imputati (lo si è visto, forse in maniera affrettata) alle vendite allo scoperto.

Sebbene, come appena segnalato, la regolamentazione delle vendite allo scoperto e la relativa attività repressiva della Consob si siano rivelate suscettibili di numerosi rilievi critici, sulla materia l'Autorità è nuovamente tornata con i recenti provvedimenti dell'estate 2011[126].

Ancora una volta la base giuridica delle predette deliberazioni è stata rinvenuta nell'art. 74, commi 1 e 3, TUF, che assegna alla Consob il compito di vigilare sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato

---

[126] In particolare, il 10 luglio 2011, la delibera 17862, ha introdotto un nuovo regime di trasparenza in materia di posizioni nette corte, che richiede agli investitori che detengono posizioni ribassiste rilevanti su società quotate italiane di darne comunicazione alla Consob. Il provvedimento, che ha allineato la normativa italiana a quella in vigore nei principali Paesi europei, prevede che siano rese note alla Consob le posizioni nette corte, indipendentemente dallo strumento finanziario impiegato (azioni, derivati, Etf, ecc.), quando superino determinate soglie quantitative. Il primo obbligo di comunicazione scatta al raggiungimento di una posizione netta corta uguale o superiore allo 0,2% del capitale dell'emittente. Successivamente l'obbligo si attiva per ogni variazione pari o superiore allo 0,1%.
Il 12 agosto 2011 la Commissione con la delibera 17902, ha adottato misure restrittive sulle posizioni nette corte su società del comparto finanziario. La decisione assunta tiene conto della straordinarietà delle condizioni di mercato rilevate nelle sedute del mese di agosto 2011, caratterizzate da un rilevante incremento della volatilità. Ritenuto non più sufficiente, alla luce delle mutate condizioni di mercato, il regime di comunicazione delle posizioni nette corte e considerati i provvedimenti in materia di posizioni nette corte adottati dalle autorità francese, spagnola e belga, la Commissione ha deliberato il divieto di assumere posizioni nette corte ovvero incrementare posizioni nette corte esistenti, in relazione al capitale degli emittenti del settore finanziario per 25 giorni.
Il successivo 25 agosto, tenuto conto della particolari condizioni di mercato e in stretto coordinamento con le altre autorità europee che avevano introdotto limiti all'attività di *short selling* (Belgio, Francia, Spagna e Grecia) e sotto l'egida dell'Esma (European Securities and Markets Authority), la Commissione, con la delibera 17911, ha prorogato le misure restrittive in materia di posizioni nette corte su titoli azionari, sino al 30 settembre 2011. Coerentemente con tale decisione la Consob ha prorogato le misure relative alla comunicazione delle posizioni nette corte su titoli azionari, sino al 14 ottobre 2011.
Il 28 settembre, valutata l'evoluzione delle condizioni di mercato in stretta cooperazione con le autorità degli altri Paesi (Francia, Spagna, Belgio e Grecia) che hanno adottato misure simili e sotto il coordinamento dell'Esma, la Consob, con la delibera 17951, ha esteso sino all'11 novembre 2011 la validità del provvedimento restrittivo in materia di vendite allo scoperto, e ha inoltre deciso di prorogare al 25 novembre 2011 gli obblighi informativi sulle posizioni ribassiste rilevanti, introdotti il 10 luglio scorso.
L'11 novembre, infine, con le delibere 17992 e 17993, la Consob ha deciso di prorogare fino al 15 gennaio 2012 il provvedimento restrittivo in materia di posizioni nette corte sulle società del comparto finanziario. La Commissione ha inoltre deciso che restano in vigore gli obblighi di comunicazione alla Consob delle posizioni ribassiste rilevanti su tutte le società quotate in Italia, introdotti il 10 luglio. La Consob ha anche deciso di proibire le vendite allo scoperto "nude" su titoli azionari, cioè quelle non assistite dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine. Il nuovo divieto vale per tutte le azioni quotate sui mercati regolamentati italiani indipendentemente da dove sono negoziate.
Tale ultimo termine del 15 gennaio 2012 è stato recentemente prorogato sino al 24 febbraio 2012. Per una esaustiva ricostruzione di tale evoluzione normativa cfr. Bolletino Consob n. 1/2012 pubblicato in www.consob.it.

svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori adottando, in caso di necessità e urgenza e per le finalità indicate, i provvedimenti necessari.

Tali deliberazioni si pongono, peraltro, in linea con la recente proposta di Regolamento dell'Unione europea in tema di vendite alla scoperto che, secondo le previsioni, dovrebbe entrare in vigore nel corso del 2012[127]. La tutela dell'*integrità del mercato* difatti costituisce anche il fondamento della cennata proposta di Regolamento europeo, che vieta la cessione di strumenti finanziari che non siano, se non posseduti, per lo meno oggetto di un contratto che ne assicuri al venditore la disponibilità in tempo utile per il regolamento e impone, per le vendite alle scoperto "coperte", obblighi di trasparenza nei confronti delle autorità e, qualora le posizioni corte superino una soglia più elevata, al pubblico.

A questo riguardo merita allora di essere conclusivamente osservato che nella prospettiva dell'*integrità del mercato*, tra le tante certezze che sono state messe in discussione durante la crisi c'è anche quella, che a dire il vero si era affermata a fatica, secondo cui la speculazione rappresenta una componente fisiologica del mercato, capace di dare un importante contributo alla relativa efficienza informativa.

Sebbene, come già ho precisato, sia almeno in parte indimostrato il reale fondamento di queste preoccupazioni[128], è altrettanto indubbio che le misure in discorso rappresentino un tentativo di prevenire, attraverso misure regolatorie *ex ante*, gli abusi di mercato e dunque un aumento del livello di incertezza degli operatori che scoraggia gli investimenti.

I numerosi provvedimenti adottati dalla Consob in tema di *short selling* negli ultimi tre anni, in definitiva ed a prescindere dalla loro discutibile efficacia e necessità, appaiono una delle ipotesi nelle quali è esemplarmente riscontrabile l'attività pubblicistica del regolatore che, *ex ante*, impone regole agli operatori per assicurare l'*integrità del mercato*, vale a dire per assicurare la fiducia nel regolare funzionamento del mercato, prevenendo gli abusi di mercato (nel caso di specie appunto veicolabili attraverso la pratica delle vendite allo scoperto).

---

[127] Consultabile al sito web http://www.senato.it/documenti/repository/lavori/affarieuropei/dossier/XVI/Dossier%2056DN.pdf, che offre anche la possibilità di esaminare le relazioni a supporto della proposta.

[128] Critico si mostra, tra gli altri, L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: Sfide e opportunità*, in www.consob.it, pp. 3-5.

3.2. L'esempio della Banca d'Italia e il nuovo art. 127 TUB.

Come anticipato al capitolo 2.4., se, come sembra corretto, per *integrità del mercato* deve intendersi un principio generale che si sostanzia nella fiducia nel corretto funzionamento del mercato al fine di assicurarne l'efficienza; se, pertanto, tale principio si realizza anche attraverso meccanismi regolatori che, prevenendo le irrazionalità degli agenti del mercato e, più in particolare, dei consumatori-risparmiatori affinché essi abbiano una effettiva libertà di scelta, sembra sensato derivarne che l'*integrità del mercato* debba essere qualificata come principio applicabile anche in settori dell'ordinamento, quali quello bancario, diversi dalla disciplina dei mercati finanziari, ove pure e unicamente tale espressione è utilizzata.

A tale riguardo occorre del resto considerare che l'art. 5 del decreto legislativo n. 385/1993 (TUB) impone alle autorità creditizie, segnatamente, per quanto interessa, alla Banca d'Italia, di esercitare i propri poteri di vigilanza «avendo riguardo […] all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario».

Ebbene, nella prospettiva qui suggerita l'efficienza (e la competitività) del sistema finanziario sono conseguenti alla fiducia (all'affidamento) che gli operatori del mercato, soprattutto i soggetti più deboli come i risparmiatori, ripongono in tale sistema: ciò che ho chiamato *integrità del mercato*. Tale principio, allora, sebbene ivi non menzionato assume un ruolo fondamentale anche nell'ambito del TUB.

A questo proposito, anzi, proprio la recentissima modifica, apportata mediante il d.lgs. 13 agosto 2010 n. 141, al Titolo VI del TUB, sembra avere rafforzato quanto si è appena sostenuto giacché, proprio nell'ottica della preservazione dell'*integrità del mercato* attraverso la predisposizione di adeguati meccanismi regolatori, è stato novellato il primo comma dell'art. 127 TUB che oggi recita «Le Autorità creditizie esercitano i poteri previsti dal presente titolo avendo riguardo, […] alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza delle relazioni tra gli intermediari e la clientela. A questi fini possono

essere dettate anche disposizioni in materia di organizzazione e controlli interni degli intermediari».

Una nuova finalità - di natura marcatamente pubblicistica - si affianca, dunque, a quelle tradizionalmente svolte dalla Banca d'Italia segnando un deciso cambiamento rispetto ai compiti da essa sino ad ora esercitati[129].

E ciò sembrerebbe costituire un superamento della tradizionale impostazione secondo la quale la tutela del risparmiatore può essere indirettamente assicurata dall'efficienza e dalla competitività del sistema finanziario. Svincolare la tutela della clientela dai suddetti obiettivi di efficienza e competitività del sistema finanziario significa ammettere, implicitamente, che *consumer protection* e promozione della concorrenza nel mercato costituiscono valori distinti. La considerazione non è di poco peso poiché si inserisce in quel dibattito che da anni indaga sulla possibilità di considerare la tutela della competitività come strumento per assicurare la protezione del consumatore[130]. Entrambe le finalità, infatti, appaiono talvolta parzialmente sovrapponibili — qualora il perseguimento dell'una garantisca anche il raggiungimento dell'altra — rendendo, così, difficile tracciare un sicuro *discrimen*[131].

---

[129] V. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, *cit.*, p. 2 e E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2011, 2, p. 246.

[130] Da ultimo, come puntuale sintesi del dibattito in corso, nonché delle diverse posizioni espresse, v. i contributi di G. AMATO – F. DENOZZA – H. SCHWEITZER – A. NICITA – D. STALLIBRASS, *Tutela della concorrenza e tutela dei consumatori. Due fini confliggenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, p. 381 ss.

[131] Accade, però, che in presenza di talune circostanze, ciò che è qualificabile come comportamento anticompetitivo possa produrre contestualmente effetti pro-*consumer*. Si immagini, ad esempio, una guerra di prezzi originata dall'*incumbent* che cerchi di espellere dal mercato gli operatori di recente ingresso. La condotta, non v'è dubbio, genera un pregiudizio per la concorrenza del mercato; nondimeno, comporta un abbassamento dei prezzi praticati all'utenza, rivelandosi, dunque, positiva per i consumatori — quantomeno, sotto il profilo della temporanea riduzione del costo dei beni. Del resto, è parimenti possibile immaginare il contrario ed individuare taluni comportamenti positivi per un corretto dispiegarsi delle dinamiche di mercato, ma al contempo pregiudizievoli per la posizione dei consumatori. Cfr. G. AMATO, *Tutela della concorrenza e tutela dei consumatori. Due fini confliggenti*, *cit.*, p. 382: «Ci sono poi situazioni nelle quali contando sulle sole dinamiche concorrenziali si rischia di danneggiare i consumatori. Sono le situazioni di concorrenza potenzialmente distruttiva, esemplificate dalle liberalizzazioni del mercato dei taxi e dagli effetti rovinosi che esse hanno dimostrato di produrre sulle condizioni ambientali delle città e sull'efficienza dei mezzi di trasporto». Considerazione, questa, che chiarisce immediatamente come la tutela del consumatore non riguardi unicamente la variabile prezzo correlata al bene o al servizio acquistato ma concerna, anche, ulteriori elementi meno soggetti ad una facile «quantificazione». Viceversa, osserva il medesimo a., norme a tutela del consumatore possono recare pregiudizio al dispiegarsi delle dinamiche concorrenziali nella misura in cui divengono «fonti di rigidità a danno del sistema produttivo e delle sue propensioni all'innovazione».

In questo contesto, l'introduzione dell'art. 127, comma 1°, TUB sembrerebbe manifestare una prima, seppur ancora timida, presa di posizione del legislatore circa la scissione ed autonomia delle due finalità; con la conseguenza che la tutela dei consumatori-risparmiatori non costituisce il traguardo al quale tendono univocamente le norme in materia di efficienza e competitività dei mercati. La sussistenza di fattispecie concrete nelle quali le finalità in esame possono «scontrarsi» tra loro potrebbe indurre a riconoscere l'opportunità di una scelta normativa che ne sancisca definitivamente la reciproca autonomia[132].

A mio avviso, invece, i due momenti sono congiunti e lumeggiati dalla nozione di *integrità del mercato*.

In questa prospettiva, la tutela del consumatore non si traduce nella protezione di un interesse finale; essa costituisce sempre la difesa di un interesse funzionale, la fiducia degli attori deboli del mercato nel suo corretto funzionamento, ciò che ho denominato *integrità del mercato*, strumentale a un più efficiente funzionamento, in senso dinamico, del mercato medesimo.

In questo senso «il nuovo art. 127, comma 1°, t.u.b. […] ben incarna un momento di sintesi tra l'obiettivo della vigilanza macroeconomica del mercato – affidato tradizionalmente all'azione della banca centrale – con l'esigenza, dotata di pari dignità, che il soggetto che opera nel mercato sia posto nelle condizioni di confrontare le offerte di prodotti tra loro concorrenti, attuando la propria scelta di consumo in modo volontario e informato»[133].

In definitiva, nella prospettiva qui propugnata, il nuovo art. 127 TUB appare norma idonea a consentire alla Banca d'Italia di agire direttamente a tutela dell'*integrità del mercato* fissando *ex ante* regole capaci di assicurare trasparenza e correttezza nelle relazioni tra banca e clienti, e dunque rafforzare la fiducia e l'affidamento di questi ultimi; con la possibilità dunque di prevenire (ad

---

[132] Sul tema, una decina di anni addietro, si era già espresso A. A. DOLMETTA, *Normativa di trasparenza e ruolo della Banca d'Italia*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1998, I, p. 40: «la normativa di trasparenza ben può trovarsi a confliggere, nella realtà fattuale, con il principio della "stabilità complessiva" del sistema bancario che è fissato nell'art. 5 del Testo unico». V., più recentemente, BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, *cit.*, p. 246.

[133] Così ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, *cit.*, p. 12

esempio, come in parte già l'Autorità bancaria sta facendo, imponendo criteri di redazione della documentazione contrattuale semplificati e chiari) possibili fallimenti di mercato dovuti alla *naturale* disattenzione e irrazionalità dei clienti. Gli interventi della Banca d'Italia *ex* art. 127 TUB, quindi, se intesi, come nella lettura che stiamo proponendo, come volti a tutelare l'interesse collettivo all'*integrità dei mercati* avranno l'effetto di contribuire, infine, all'efficienza dei mercati medesimi.

3.3. I limiti del *public enforcement*.

Dall'analisi sin'ora svolta sono pervenuto ad una serie di conclusioni che, riassuntivamente, possono essere così esplicitate:

i) l'*integrità del mercato* è una principio generale che, sebbene compaia solo nell'ambito del TUF impone di assicurare la fiducia nel corretto funzionamento del mercato, che si esplicita in due momenti:

   a. la predisposizione di regole che salvaguardino la struttura concorrenziale del mercato;

   b. l'assicurazione che il consumatore abbia una effettiva libertà di scelta scevra da inganni;

ii) si è visto come nell'ambito dei mercati finanziari, la Consob abbia operato al fine di preservare l'*integrità del mercato*, nel primo dei significati che abbiamo attribuito a questo principio e come la medesima Consob svolga la sua attività repressiva. Si è altresì visto come, anche con riferimento alla libertà di scelta dei consumatori l'attività regolatoria e poi repressiva di stampo pubblicistico, abbia trovato nuova linfa in recenti provvedimenti attraverso il nuovo art. 127 TUB.

Si tratta a questo punto di valutare se e in che termini la attività pubblicistica di salvaguardia dell'*integrità del mercato* possa o debba essere accompagnata dagli strumenti di tutela tipici del diritto privato.

4 La necessità del *private enforcement* per garantire l'integrità dei mercati.

Come affermato in chiusura del precedente paragrafo, occorre a questo punto dell'indagine interrogarsi in merito alla necessità che l'*integrità del mercato*, intesa quale esigenza di preservare la fiducia sui mercati mediante la tutela del meccanismo concorrenziale e, a un tempo, della libertà di scelta del consumatore, sia da tutelare non soltanto attraverso i rimedi pubblicistici – quale l'intervento regolatorio e, poi, repressivo delle autorità di vigilanza – ma anche attraverso le forme e le tecniche del c.d. *private enforcement*.

4.1. L'elaborazione teorica del problema nell'ambito del diritto antitrust.

4.1.1. La "spinta" comunitaria verso il *private enforcement* del diritto antitrust.

L'elaborazione teorica in tema di *private enforcement* e di sua complementarietà con meccanismi di *public enforcement* ha sin'ora trovato il suo campo di elezione con riguardo alla disciplina antitrust[134].

---

[134] Cfr., tra gli altri, i contributi di A. TOFFOLETTO, *Il risarcimento del danno nel sistema delle sanzioni per la violazione della normativa antitrust*, Milano, 1996; S. BASTIANON, *Violazione della normativa antitrust e risarcimento del danno*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 555; M. TAVASSI-M. SCUFFI, *Diritto processuale antitrust - Tutela giurisdizionale della concorrenza*, Milano, 1998; S. BASTIANON, *Il risarcimento del danno per violazione del diritto antitrust in Inghilterra e in Italia*, in *Danno e resp.*, 1998, p. 1066; S. BASTIANON, *Antitrust e risarcimento del danno: atto secondo*, in *Danno e resp.*, 1997, p. 602; C. OSTI, *Abuso di posizione dominante e danno risarcibile*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 105; L. NIVARRA - G. MASSA, *La tutela civile: profili sostanziali*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. Frignani, R. Pardolesi, A. Patronigriffi, L.C. Ubertazzi, Bologna, 1993; con specifico riferimento alla disciplina comunitaria, v. M. ORLANDI, *La risarcibilità del danno causato da una violazione delle norme comunitarie antitrust*, in *Giur. merito*, 2000, IV, p. 971.

Questi studi hanno incontrato particolare favore soprattutto a seguito delle decisioni della Corte di Giustizia *Courage* e *Manfredi* nelle parti in cui affermano che «la piena efficacia dell'art. [81] del Trattato e, in particolare, l'effetto utile del divieto sancito dal n. 1 di detto articolo sarebbero messi in discussione se fosse impossibile per chiunque chiedere il risarcimento del danno causatogli da un contratto o da un comportamento idoneo a restringere o a falsare il gioco della concorrenza»[135].

L'"effettività" richiesta da tali pronunce e l'implementazione della funzione dissuasiva che essa evocherebbe sono, allora, sembrate sufficienti ad argomentare in favore dell'applicazione della responsabilità aquiliana anche alla tutela d'interessi diffusi, quali quello alla concorrenzialità del mercato[136].

Ulteriori sollecitazioni in questa direzione sono venuti dal *Libro verde sulle azioni di risarcimento del danno per violazione della norme antitrust comunitarie*, Bruxelles, 19/12/05, COM (2005) 672, successivamente trasfuso in un libro bianco, recante il medesimo titolo e contenente una serie di proposte di regolamentazione, 2/04/2008, COM(2008) 165.

Come si evince dalla citata documentazione della Commissione europea e da autorevoli contributi dottrinali, la ragione economica di fondo che aveva indotto storicamente la Commissione Europea a preferire l'azione pubblica di *enforcement* a quella privata, corredata dalla possibilità di intraprendere accertamenti d'ufficio, risiedeva nella finalità di centralizzare i costi di accertamento dell'infrazione[137]. Mentre nel caso in cui le vittime fossero esse stesse delle imprese era ipotizzabile che i privati potessero agevolmente

---

[135] Rispettivamente, Corte di Giustizia 20/09/01, causa C-453/99, in *Foro it.*, 2002, IV, p. 75 con nota di A. PALMIERI – R. PARDOLESI, *Intesa illecita e risarcimento a favore di una parte: "chi è causa del suo mal … si lagni e chieda i danni"*, e Corte di Giustizia 13/07/06, causa C-295-298/04 in *Danno e responsabilità*, 2007, 1, p. 19, con nota di M. CARPAGNANO, *Prove tecniche di private enforcement del diritto comunitario della concorrenza.*

[136] Cfr. M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e private enforcement della disciplina antitrust)*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, p. 57 ss. V. anche G. ROSSI, *«Take Courage»! La Corte di giustizia apre nuove frontiere per la risarcibilità del danno da illeciti antitrust*, in *Foro it.*, 2002, p. 98 ss.; E. SCODITTI, *Il consumatore e l'antitrust*, in *Foro it.*, 2003, p. 1130 ss.; S. BASTIANON, *Antitrust e tutela civilistica: anno zero*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 396 ss.

[137] V. M. LIBERTINI, *Il ruolo complementare di private e public enforcement*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato, cit.*, p. 172 ss. e, in una prospettiva più strettamente gius-economica A. NICITA, *Consumatori, Antitrust e Risarcimento del Danno. Le prospettive del Libro Bianco CE*, in *Consumatori, Diritti*, n. 2/2008.

sostenere tali costi, nel caso di singoli consumatori questa prospettiva può inibire la possibilità di accertamento e dunque l'iniziativa pubblica si pone come strumento "facilitatore" della fase istruttoria, anche in ragione di specifici poteri di indagine riconosciuti all'Autorità antitrust. Secondo la Commissione Europea, tuttavia, la tendenza a individuare il *private enforcement* come strumento di tutela complementare e successivo al *public enforcement*, comporta da un lato un indebolimento della complessiva azione antitrust, in quanto "riduce" l'applicazione della normativa antitrust ai soli casi che finiscono all'attenzione delle Autorità e dall'altro un allentamento degli incentivi al rispetto della legge da parte delle imprese, almeno nei casi in cui la sanzione attesa è inferiore ai danni generati su consumatori e imprese.

Inoltre, le sanzioni antitrust, non essendo reindirizzate direttamente ai consumatori e alle imprese che hanno subito gli effetti negativi di abuso di posizione dominante o di intese restrittive della concorrenza, non hanno natura compensativa ma solo punitiva. Ne consegue che una politica della concorrenza che punti solo sull'attuazione del *public enforcement* può generare problemi di efficienza allocativa nella misura in cui i benefici privati della violazione antitrust, al netto della sanzione attesa, siano inferiori ai danni sociali generati che non vengano al contempo internalizzati attraverso un'azione di risarcimento del danno. Sono dunque quattro le ragioni economiche di fondo che spingono oggi la Commissione Europea a promuovere un rafforzamento del *private enforcement* a tutela della disciplina antitrust, mediante la tradizionale azione di risarcimento del danno:

a) armonizzazione di un aspetto cruciale di repressione dell'illecito antitrust a livello comunitario, al fine di evitare trattamenti discriminatori a imprese e consumatori e strategie legali di *forum shopping* opportunistici;

b) miglioramento della probabilità di individuazione dell'illecito antitrust (la possibilità di intraprendere azioni private incentiva le vittime a raccogliere e a rivelare l'informazione privata di cui dispongono, minimizzando peraltro i costi transattivi e di monitoraggio sostenuti dalle Autorità antitrust);

c) incremento dell'effetto di deterrenza (i soggetti potenzialmente interessati a violare la normativa antitrust sono indotti a confrontare i benefici attesi con il costo atteso della sanzione e del risarcimento del danno);

d) incremento dell'efficienza allocativa complessiva (il risarcimento del danno alle vittime ripristina le condizioni iniziali e destina le risorse complessive ad usi più efficienti).

In ragione di quanto sopra, si ritiene che il funzionamento dell'*enforcement* antitrust debba essere affidato ad una «architettura complessa», fondata su un'applicazione multi-canale (l'*enforcement* privato, complementare rispetto a quello pubblico) tale da raggiungere in modo più efficace gli obiettivi della legge[138].

Un canale privato funzionante ed efficace sarebbe dunque essenziale per assicurare il rispetto dei precetti antitrust[139]. Infatti, pur non essendo scopo

---

[138] Cfr. F. GHEZZI, *L'applicazione del diritto antitrust sotto la Presidenza Catricalà: obiettivi e priorità nella disciplina delle intese*, in www.antitrustisti.net, p. 2 e, per alcune considerazioni di raffronto tra gli Stati Uniti e l'Unione Europea, ID., *Clemenza e deterrenza nel diritto an-titrust: l'utilizzo dei leniency programs nella lotta contro cartelli e intese hard core*, in AA.VV., *Scritti in onore di Guido Rossi*, tomo 2, Milano, 2002, p. 869 ss. Sul dibattito relativo agli obiettivi delle normative antitrust e sul ruolo delle autorità garanti e degli attori privati, si segnala l'importante lavoro ricostruttivo di L. RISTORI, *Il sistema dei limiti alla libertà di iniziativa economica: anatomia del diritto della concorrenza*, in *Conc. merc.*, 2008. Per altri contributi di rilievo nella più recente letteratura giuridica italiana v. F. CINTIOLI, *The Interpretation of Competition Law between the Legal Method and the Economic Approach*, in *Dir. un. eur.*, 2007, p. 873 ss.; F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO *Contro l'utilizzazione dell'«approccio economico» nell'interpretazione del diritto antitrust*, in *Merc conc. reg.*, 2006, p. 563 ss., M. LIBERTINI, *La tutela della concorrenza nella Costituzione italiana*, in *Giur. cost.*, 2006, p. 1429; R. PARDOLESI, *Chi ha paura dell'interpreta-zione economica del diritto antitrust?*, in *Merc conc. reg.*, 2007, p. 119 ss. La discussione ha ripreso vigore pure negli Stati Uniti. Si vedano, tra i molti, N.W. AVERITT, R.H. LANDE, *Using the "Con-sumer Choice" Approach to Antitrust Law*, in *Antitrust Law Journal*, 74, 2007, p. 175; H. HOVENKAMP, *The Antitrust Enterprise: Principle and Execution*, Cambridge, H.U.P., 2005; R.H. LANDE - J.P DAVIS, *Benefits from Private Antitrust Enforcement: An Analysis of Forty Cases*, 2008, nonché R.H. LANDE - J.B. KIRKWOOD, *The Fundamental Goal of Antitrust: Protecting Consumers, Not Increasing Efficiency*, in *Notre Dame L. Rev.*, 84, 2008, p. 191 ss. ad avviso dei quali «the conventional wisdom in the antitrust community is that the purpose of the antitrust laws is to promote economic efficiency. That view is incorrect. The fundamental goal of antitrust law is to protect consumers».

[139] Sui rapporti «sinergici» tra *public* e *private enforcement* cfr. P. CASSINIS, *I nuovi poteri dell'autorità nell'ambito della dialettica tra public e private enforcement*, in *Contr. impr. eur.*, 2006, p. 719 ss., A. GENOVESE, *Funzione e quantificazione del risarcimento. Considerazioni relative al danno da illecito an-titrust*, in http://www.lex.unict.it/atti/0506-10-07/anna_genovese.pdf, A. GIUSSANI, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in http://www.lex.unict.it/atti/0506-10-07/andrea_giussani.pdf; A. GIUSSANI, *Tutela collettiva e prova del danno*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 2008, pp. 1299-1304, M.R. MAUGERI, *Violazione della disciplina antitrust e tutela dei privati: competenza, prescrizione, duplicazio-ne dei danni e deterrenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, p. 339 e R. PARDOLESI, *Danni punitivi: frustrazione da "vorrei, ma non posso"?*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2007, p. 343. Sulla non semplice relazione tra funzioni compensative e punitive del risarcimento dei danni, tema sul quale v. *infra* nel testo, cfr. G. PONZANELLI, *L'attualità del pensiero di Guido Calabresi: un ritorno alla*

principale del *private enforcement* quello di punire le imprese, ma di ristorare gli utilizzatori o consumatori dei pregiudizi patiti a motivo della violazione antitrust, i risarcimenti, qualora concessi, si sommerebbero alle sanzioni applicate dalle autorità. Aumenterebbero di conseguenza i costi effettivi, ma anche e soprattutto i costi attesi (in termini di sanzioni e risarcimenti) derivanti dalla possibile scoperta del cartello e dunque, a parità di fattori, la complessiva capacità di dissuasione in funzione di tutela della concorrenza. Inoltre, in presenza di un sistema di incentivi efficace il *private enforcement* potrebbe contribuire ad individuare un maggior numero di cartelli e dunque aumentare l'efficacia dissuasiva anche per questa via.

Probabilmente anche a causa del fatto che una chiara presa di posizione delle istituzioni comunitarie in favore del *private enforcement* si è avuta solo di recente, sotto il profilo quantitativo si contano ancora sulla punta delle dita le decisioni, in campo europeo e nazionale, nelle quali i giudici civili hanno riconosciuto agli attori i danni vantati nei confronti delle imprese partecipanti a cartelli o a pratiche abusive[140]. A ciò si aggiunga che il danno è in linea di

---

deterrenza, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, II, p. 459 e soprattutto F. DENOZZA - L. TOFFOLETTI, *Compensation function and deterrence effects of private actions for damages: the case of antitrust damage suits*, in http://ssrn.com/abstract=1116324. Per una voce parzialmente dissonante sui presunti benefici del *private enforcement* cfr. W.P.J. WILS, *Should Private Enforcement Be Encouraged in Europe?*, in *World Competition*, 26, 2003, p. 473 ss.

[140] Cfr. R. BIANCHI, *Tutela aquiliana antitrust: verso un nuovo sottosistema della responsabilità civile?* (Nota a Cass. sez. III civ. 2 febbraio 2007, n. 2305), in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1616, M. CARPAGNANO, *Una pietra sopra. Commento alla sentenza della Corte di Cassazione n. 2305/07 in tema di private enforcement*, in *Danno e resp.*, 2007, p. 769 ss., R. PARDOLESI, *Il danno antitrust in cerca di disciplina (e di identità?) (Nota a Cass. sez. III civ. 2 febbraio 2007, n. 2305)*, in *Foro it.*, 2007, pp. 1102–1106, E. SALOMONE, *Il risarcimento del danno da illeciti antitrust: profili di tutela interna e comunitaria*, in *Riv. trim dir. proc. civ.*, 2007, pp. 875–902. Il mancato funzionamento, almeno sotto il profilo dei risarcimenti, del canale civile desta ovviamente una certa preoccupazione. Come si è visto in precedenza, il *private enforcement* potrebbe giocare il duplice ruolo di «moltiplicatore» della sanzione applicata alle imprese condannate dall'Autorità, contribuendo ad incrementare l'effetto dissuasivo cumulativo, nonché di «amplificatore» del numero di decisioni complessivamente assunte, laddove i giudici intervenissero nei confronti di intese e soprattutto abusi non già vagliati e sanzionati dall'Autorità garante. Fermo restando che il primo effetto è più verosimile del secondo, perché difficilmente - in mancanza di una preventiva decisione dell'Autorità antitrust – un soggetto ha gli incentivi, le conoscenze, le risorse (o dispone delle prove) per dimostrare in sede civile la presenza di una intesa illecita, nonché il danno patito ed il nesso causale che deve intercorrere tra i due elementi, la virtuale assenza del canale del *private enforcement* determina una situazione di attuazione subottimale della legge riducendo fortemente il livello di dissuasione. Cfr. F. GHEZZI, *L'applicazione del diritto antitrust sotto la Presidenza Catricalà: obiettivi e priorità nella disciplina delle intese*, *cit.*, pp. 29-30.

massima quantificato in via equitativa[141]: limite che ha indotto ad auspicare l'introduzione di regole precise per la determinazione del danno medesimo[142].

È indubbio che tale situazione trovi le proprie origini anche, se non unicamente, in ragioni storiche e di sviluppo di una cultura antitrust soprattutto presso il pubblico dei consumatori[143].

Del resto, là dove il diritto della concorrenza è nato, ha impiegato molti lustri per trovare riscontro nella vita di tutti i giorni, e per di più in un ambiente sia culturale sia legale più favorevole[144]. Mi riferisco agli Stati Uniti dove,

---

[141] Cass., 2 giugno 1998, n. 5388, in *AIDA*, 1998, p. 513 e Cass., 16 maggio 2007, n. 11312, in *Guida al dir.*, 2007, 25, p. 33.

[142] Cfr. A. GENOVESE, *Funzione e quantificazione del risarcimento. Considerazioni relative al danno da illecito antitrust*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, *cit.*, p. 238 ss.

[143] V. P. IANNUCCELLI, *Il Private Enforcement del diritto della concorrenza in Italia, ovvero può il diritto antitrust servirsi del codice civile?*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 711. L'autore rilevava quanto segue: «Vero è, comunque, che gli strumenti giuridici fondamentali, benché spesso spuntati o non sufficientemente efficaci, sono affermati e a disposizione, in primis, dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato che spesso ha dato prova di saper usarli al massimo della loro capacità correttiva.
Diversa è la quotidianità tra operatori e consumatori sul mercato. Diversa è, in altri termini, la situazione tra il mercato regolato e garantito dall'AGCM e quello vissuto e combattuto da consumatori e utilizzatori.
L'esperienza, infatti, dimostra che poche sono le imprese che hanno coscienza del diritto antitrust (pochissime in Italia quelle che hanno un ufficio legale interno che si occupi della compliance in materia), pochi sono gli imprenditori che conoscono i diritti e gli obblighi che ne derivano (e di solito sono quelli che sono stati precedentemente colpiti da sanzioni), solo a Milano e Roma c'è la possibilità di scegliere tra qualche studio legale che si occupi specificamente della materia e quasi inesistente la coscienza antitrust dei consumatori (e talvolta anche delle loro associazioni).
Quest'ultima considerazione dovrebbe suonare paradossale, ma a ben vedere è naturale e prevedibile.
Dovrebbe essere paradossale perchè in ogni sede in cui si studia, si applica o si crea il diritto antitrust, lo si fa sempre con l'idea (o forse la presunzione) che scopo ultimo della disciplina sia il benessere del consumatore, la tutela della parte debole nei rapporti commerciali, colui che è in qualche modo colpito da chi non rispetta le regole del gioco concorrenziale tuttavia naturale che i consumatori non siano (ancora) perfettamente consapevoli e aperti alla cultura dell'antitrust, un diritto, in primo luogo, molto tecnico, nuovo, intriso di considerazioni economiche e di politica economica, lontanissime dall'uomo della strada; in secondo luogo, un diritto che protegge solo in via indiretta: l'effetto immediato del diritto antitrust è infatti quello di stimolare alla lotta, al conflitto tra gli operatori, alla concorrenza, è un pungolo che sprona le imprese a sconfiggere l'avversario, guardando addirittura con favore l'uscita dal mercato del concorrente debole ed inefficiente. Tutto questo è senz'altro lontano dal comune sentire, dalla percezione del diritto come difesa di diritti individuali, tutela di posizioni acquisite».

[144] Vedi C. JONES, *A New Dawn for Private Competition Law Remedies in Europe? Reflections from the USA*, in *European Competition Law Annual 2001: Effective Private Enforcement of EC Antitrust Law*, 2002, a cura di Ehlermann e Atanasiu, 3, citato da F. GHEZZI, *Verso un diritto antitrust comune? Il processo di convergenza delle discipline statunitense e comunitaria in materia di intese*, in *Riv. soc.* 2002, p. 499 ss., spec. nota 161, secondo il quale nei primi cinquant'anni di applicazione dello Sherman Act vi furono solamente 175 "private actions", e solo 13 di queste si conclusero favorevolmente per gli attori. Oggi, invece, il rapporto tra azioni private e azioni promosse dal Department of Justice è di 9 a 1.

peraltro, l'importanza della normativa antitrust venne celebrata decadi dopo la sua introduzione[145].

Di là da queste argomentazioni, resta che i sistemi di *civil law* si sono mostrati da sempre più cauti nell'aprire ai privati l'applicazione del diritto della concorrenza[146].

4.1.2. *Private enforcement* antitrust e art. 2043 cod. civ.

Per quanto rileva nell'ambito della presente indagine, è particolarmente importante notare come uno dei limiti che in dottrina più sono stati evidenziati per porre in luce le difficoltà di agevolare il *private enforcement* nell'ambito del diritto antitrust è rinvenibile nell'ambito di applicazione della responsabilità civile[147].

Non ostante le Sezioni Unite della Cassazione abbiano, infatti, riconosciuto la legittimità di una azione di danni promossa ai sensi dell'art. 2043 cod. civ. per illecito antitrust, chiarendo che la violazione di interessi riconosciuti rilevanti dall'ordinamento giuridico integra, almeno potenzialmente il danno ingiusto *ex* art. 2043 cod. civ. - ed è il caso di colui che subisce danno da una contrattazione che non ammette alternative per l'effetto di una collusione a monte - autorevole

---

[145] «Antitrust laws in general, and the Sherman Act in particular, are the Magna Charta of free enterprise. They are as important to the preservation of economic freedom and our free enterprise system as the Bill of Rights is to the protection of our fundamental personal freedoms. And the freedom guaranteed each and every business, no matter how small, is the freedom to compete–to assert with vigor, imagination, devotion, and ingenuity whatever economic muscle it can muster. Implicit in such freedom is the notion that it cannot be foreclosed with respect to one sector of the economy because certain private citizens or groups believe that such foreclosure might promote greater competition in a more important sector of the economy». V. United States v. Philadelphia National Bank, 374 U.S. 321, 371, 83 S.Ct. 1715, 10 L.Ed.2d 915, 949 (1963). Il passo è citato da P. IANNUCCELLI, *Il Private Enforcement del diritto della concorrenza in Italia, ovvero può il diritto antitrust servirsi del codice civile?*, *cit.*, nota 8.

[146] Per il successo delle azioni private nel diritto antitrust americano si rinvia ancora alle riflessioni di IANNUCCELLI, *Il Private Enforcement, cit.*, nota 20.

[147] Per la verità anche negli Stati Uniti si è posto il problema della legittimazione attiva (standing) del danneggiato. Come si legge, infatti, in IANNUCCELLI, *Il Private Enforcement, cit.*, nota 118: «Benchè, infatti, la lettera della Section 4(a) del Clayton Act (38 Stat. 730 (1914), codificato con modifiche, 15 U.S.C. §§12-27) sia molto chiara nel prevedere che "any person who shall be injured in his business or property by reason of anything forbidden in the antitrust laws may sue therefor (...), without respect to the amount in controversy" […], i tribunali americani, confrontati con il rischio di un estremo proliferare di richieste di risarcimento, per evitare di dover condurre tutto un processo per cause di minore entità o interesse, hanno ristretto la possibilità di agire, facendo leva su una serie di considerazioni (non sempre univoche), in particolare con riferimento al nesso diretto tra danno e illecito ed alla qualificazione del danno come danno concorrenziale […]».

dottrina ha espresso perplessità in merito alla concreta applicabilità dell'art. 2043 cod. civ.[148].

Per comprendere il senso di queste riserve, occorre prendere le mosse dalla considerazione che la prevalenza della funzione deterrente-sanzionatoria della tutela aquiliana ancora presente nel sistema del vecchio codice civile italiano è venuta meno con il codice del 1942, soprattutto riletto alla luce dei principi solidaristici consacrati dalla Costituzione. Sotto il vigore del nuovo codice, in altri termini, la funzione solidaristico-riparatoria della responsabilità civile prevale assolutamente su quella punitiva, sebbene quest'ultima non scompaia[149].

---

[148] Mi riferisco alla nota Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Foro It.*, 2005, I, p. 1014, con nota di A. PALMIERI - R. PARDOLESI, *L'antitrust per il benessere (e il risarcimento del danno) dei consumatori* e di E. SCODITTI, *L'antitrust dalla parte del consumatore*; in *Corr. merito*, 2005, p. 550, con nota di G. TRAVAGLINO, *Norme per la tutela della concorrenza e soggetti destinatari*; in *Danno e resp.*, 2005, p. 495, con nota di B. INZITARI, *Abuso da intesa anticoncorrenziale e legittimazione aquiliana del consumatore per lesione alla libertà negoziale* e p. 506, con nota di B. LIBONATI, *Responsabilità extracontrattuale per violazione di norme antitrust*; in *Corr. giur.*, 2005, p. 333 con note di I. PAGNI, *La tutela civile antitrust dopo la sentenza n. 2207/05: la Cassazione alla ricerca di una difficile armonia dei rimedi del diritto della concorrenza*, e di M. NEGRI, *Il lento cammino della tutela civile antitrust: luci ed ombre di un atteso grand arrêt*; in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 120, con nota di A. GENOVESE, *Risarcimento del danno in favore del consumatore che conclude il contratto attuativo di un'intesa vietata: l'intervento delle Sezioni Unite*. Con questa decisione la Cassazione ha ribaltato un diverso orientamento fatto proprio da Cass. sez. I, 9 dicembre 2002, n. 17475, in *Foro it.*, 2003, I. c. 1121 ss., con nota di PALMIERI, *Intese restrittive della concorrenza e azione risarcitoria del consumatore finale: argomentazioni "extravagantes" per un illecito inconsistente*, e di SCODITTI, *Il consumatore e l'antitrust*; in *Foro it.*, 2004, I, c. 469 ss. con nota di R. PARDOLESI, *Cartello e contratti dei consumatori: da Leibniz a Sansone?*, che, nel 2002, si era pronunciata con riferimento ad una vicenda riguardante le richieste di risarcimento per danno da parte dei consumatori che avrebbero pagato premi più alti a causa del cartello tra gli assicuratori RCA sanzionato dall'AGCM. In quell'occasione, l'assunto da cui aveva preso le mosse la prima sezione della Cassazione era quello dell'estraneità del contratto "a valle" stipulato dal consumatore rispetto alla fattispecie sanzionata dalla norma *antitrust*, riguardante solo l'intesa vietata intercorsa fra le imprese di assicurazione.
Sul dibattito dottrinale a cui ha dato vita la questione delle domande risarcitorie dei consumatori finali in relazione a contratti a valle stipulati con imprese partecipanti ad intese, v. tra gli altri, C. CASTRONOVO, *Antitrust e abuso di responsabilità civile*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 469 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni di norme antitrust*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 953; C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile antitrust: balocchi e profumi*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 1165 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora sui rimedi civili conseguenti ad illeciti antitrust (II)*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 237; BASTIANON, *Nullità «a cascata»? Divieti antitrust e tutela del consumatore*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 1067; C. LO SURDO, *Il diritto della concorrenza tra vecchie e nuove nullità*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2004, I, p. 175; GUIZZI, *Struttura del mercato concorrenziale e tutela dei consumatori. Una relazione ancora da esplorare*, in *Foro it.*, 2004, I, c. 479, PARDOLESI, *Cartello e contratti dei consumatori: da Leibniz a Sansone?*, *cit.*; PALMIERI-PARDOLESI, *L'antitrust e il benessere (e il risarcimento dei danni) dei consumatori*, *cit.*

[149] V. M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, Milano, 2004, p. 622 e, in conclusione, p. 673. Per un quadro completo dell'evoluzione storica della funzione della responsabilità civile, v. G. PONZANELLI, *La responsabilità civile. Profili di diritto comparato*, Bologna, 1992, secondo cui il modulo ottocentesco della responsabilità civile «era sostanzialmente preoccupato dall'ansia di sanzionare e punire e, in tal modo, finiva col porre l'accento sulla posizione del danneggiante. La sanzione civile consistente nel risarcimento del danno patrimoniale sofferto dal danneggiato poteva essere concessa solo allorquando nella condotta del primo poteva essere individuata la presenza di una colpa. Non si tratta più ora di sanzionare una condotta colpevole dell'autore del fatto illecito ma di garantire al

La funzione sanzionatoria e quella deterrente sono sostanzialmente affidate alla regolamentazione pubblicistica ed alla competenza dell'autorità amministrativa.

La responsabilità civile non potrebbe dunque essere usata in funzione deterrente[150] poiché essa ha e deve conservare la propria natura meramente compensativa[151].

Da ciò deriva una serie di difficoltà a superare gli ostacoli probatori e di quantificazione del danno da illecito antitrust.

L'altra grande difficoltà è poi quella di superare le obiezioni che, con riferimento alla nota questione della risarcibilità del danno meramente patrimoniale, vengono sollevate nei tipici casi in cui il danno lamentato dall'attore, quale conseguenza immediata e diretta dell'illecito antitrust, consista tipicamente in un pregiudizio appunto meramente patrimoniale, una pura perdita finanziaria: sotto forma di esborso di prezzo superiore a quello "competitivo". Ciò bene si comprende considerando che «[i]n termini generali, la conformazione delle perdite economiche che derivano a concorrenti e consumatori da illeciti antitrust dannosi si può ritenere quella della perdita di un fascio di utilità strumentali»[152].

Le vittime di un illecito antitrust, infatti, subiscono perdite a livello di capacità patrimoniali generali e perdite che riguardano la possibilità di conseguire attraverso scelte di mercato libere e consapevoli (scelte di consumo, di risparmio, di investimento, di produzione, di innalzamento o abbassamento del prezzo, ecc.) un grado di soddisfazione economica maggiore di quello effettivamente conseguito. Il pregiudizio economico perciò può essere assimilato a quello che consegue a una ingiusta perdita di *chance*.

---

soggetto danneggiato una riparazione monetaria tale da ricollocarlo nello status quo ante». V. anche A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *La responsabilità civile. Strutture e funzioni*, Torino, 2004; F.D. BUSNELLI, *La lesione del credito da parte del terzo*, Milano, 1964; S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964; S. RODOTÀ, *Modelli e funzioni della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 585; U. VIOLANTE, *Illecito antitrust e azione risarcitoria*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 14.

150 IANNUCCELLI, *Il Private Enforcement, cit.*, p. 759, riprendendo le parole spese da un noto economista in contesti e con finalità diversi ha pittoricamente parlato di «lacci e laccioli dell'ingiustizia del danno e del nesso di causalità di cui all'articolo 2043».

151 V., per tutti M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e private enforcement della disciplina antitrust)*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato, cit., passim*.

152 A. GENOVESE, *Funzione e quantificazione del risarcimento. Considerazioni relative al danno da illecito antitrust*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato, cit.*, p. 231.

Il pregiudizio derivante da illecito antitrust consiste in altri termini nel sacrificio della libertà di scelta del consumatore, nella lesione all'interesse di quest'ultimo di godere dei benefici della competizione commerciale[153]. Dall'illecito deriva quindi la perdita di una *chance* di arricchimento[154].

In questa prospettiva si è posto, dunque, come in altri sedi l'annoso tema della risarcibilità del danno meramente patrimoniale[155].

4.1.3. La decisione della Cassazione n. 2305/2007.

La Cassazione ha avvertito l'esigenza di chiarire il tema di risarcibilità del danno antitrust[156]. Nella sentenza resa all'esito di un giudizio nel quale la

---

[153] Cfr. in senso conforme, in motivazione, Cass. 2 febbraio 2007, n. 2305, in *Corr. giur.*, 2007, p. 641, con nota di S. BASTIANON, *Tutela risarcitoria antitrust, nesso causale e danni "lungolatenti"*, che considera tutelati dal diritto antitrust proprio la libertà contrattuale e l'interesse a "godere dei benefici della competizione commerciale".

[154] Sulla perdita di *chances* conseguente alla violazione della normativa antitrust cfr. BASTIANON, *L'abuso di posizione dominante*, Milano, 2001, p. 357. Il riconoscimento della risarcibilità della perdita di *chances*, come è noto, è frutto di lenta evoluzione interpretativa. Fra le tappe più significative di questo percorso si segnala la decisione di Pret. Roma, 9 marzo 1977, in *Foro it*, 1977, I, 2, c. 2377, che riconosce la risarcibilità della perdita di *chances*. Il Tribunale (Trib. Roma, 24 novembre 1978, n. 11494, in *Temi romana*, II, p. 434) però riforma la decisione pretoriale. La Cassazione invece conferma la decisione pretorile secondo cui, la *chance* superiore al 50% è un bene patrimoniale la cui perdita ingiusta è risarcibile (così Cass. 19 dicembre 1985, n. 6506 in *Foro it.*, 1986, I, c. 384). In senso conforme Cass. 19 novembre 1983, n. 6909 in *Foro it.*, 1984, I, c. 1830, con nota di CAPPAGLI, *Perdita di una "chance" e risarcibilità del danno per ritardo nella procedura di assunzione*. In questa prospettiva, però, anche se la possibilità è inferiore al 50% la sua perdita deve essere risarcita: PRINCIGALLI, *Quand'è più sì che no: perdita di una "chance" come danno risarcibile,* in *Foro it.*, 1986, I, p. 384; in senso conforme DE CUPIS, *Il risarcimento della perdita di una chance*, in *Giur. it.*, 1987, p. 1181. Per altri riferimenti in argomento cfr. CAPECCHI, *Il nesso causale*, Padova, 2005, p. 232 ss.; R. ROSSI, *La liquidazione equitativa del danno*, in *Il danno risarcibile*, a cura di Vettori, II, Padova 2004, p. 1489 ss. Per la risarcibilità del danno da perdita di *chances,* quale perdita di possibilità attuale, da ultimo, si è espressa anche la Cassazione (Cass. 21 luglio 2003, n. 11322, in *Foro it.*, 2004, I, c. 155, con nota di FAELLA). La risarcibilità della ingiusta perdita di *chances* di aggiudicarsi una gara d'appalto è stata affermata anche in alcune recenti pronunce del giudice amministrativo, su materie soggette a giurisdizione esclusiva: cfr. Cons. Stato, 18 dicembre 2001, n. 6281, in *Contr. Stato. ent. pubbl.*, 2002, p. 298, con commento di SCHREIBER; TAR Lombardia, 23 dicembre 1999, n. 5049, in *App. urb. edil.*, 2001, p. 150; TAR Puglia, 18 luglio 2002, n. 3399, *ivi*, 2002, p. 331 ss.; TAR Friuli-Venezia Giulia, 26 gennaio 2002, n.4, *ivi*; TAR Campania, 7 febbraio 2002, n. 733, *ivi*.

[155] In giurisprudenza cfr. Cass., 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giur. it.*, 1983, I, c. 786. Il caso viene commentato da GALGANO, in *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. impr.*, 1985, p. 380 ss. De Chirico certificò come autentico un falso e pertanto venne condannato a risarcire il danno subito da colui che, confidando in quella certificazione, si era indotto ad acquistare il dipinto. Più in generale, sul tema della risarcibilità del danno meramente patrimoniale v. M. MAGGIOLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003.

[156] Si v. Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, che si è pronunciata sulla configurabilità di un danno ingiusto risarcibile nei confronti di un cliente che si era assicurato a condizioni anticompetitive a causa di una intesa anticoncorrenziale della compagnia assicurativa già sanzionata dall'Antitrust (trattasi della nota vicenda del "cartello" delle assicurazioni).

ricorrente lamentava la mancata individuazione dello specifico diritto subiettivo del consumatore leso in conseguenza dell'intesa vietata, la Suprema Corte ha chiarito che oggetto immediato della tutela della normativa antitrust non sia il pregiudizio del concorrente, ancorché questo possa essere riparato dalla repressione dell'intesa, bensì un più generale bene giuridico.

Gli illeciti antitrust, nella prospettiva accolta dalla corte di legittimità in armonia con il Trattato comunitario, sono illeciti plurioffensivi, capaci di ledere anche il patrimonio del singolo, concorrente o meno dell'autore o degli autori dell'intesa. Ciò perché la legge in questione non è la legge degli imprenditori soltanto, ma è la legge dei soggetti del mercato, ovvero di chiunque abbia un interesse, processualmente rilevante, alla conservazione del suo carattere competitivo al punto da poter allegare uno specifico pregiudizio conseguente alla rottura o alla diminuzione di tale carattere[157]; interesse che può essere fatto valere azionando la clausola generale di cui all'art. 2043 cod. civ., essendo oramai acquisito, almeno nella prospettazione offerta dalla sentenza in discorso, che la norma sulla responsabilità aquiliana non è norma (secondaria), volta a sanzionare una condotta vietata da altre norme (primarie), bensì norma (primaria) volta ad apprestare una riparazione del danno ingiustamente sofferto da un soggetto per effetto dell'attività altrui.

Se, dunque, la tutela aquiliana è attuabile ogni qual volta si verifichi la lesione di un interesse rilevante per l'ordinamento, è agevole rilevare che l'interesse in concreto vantato nel caso del soggetto leso da un illecito antitrust è quello ultraindividuale della libertà contrattuale, concretantesi nel diritto a godere dei benefici della competizione commerciale, costituenti la colonna portante del meccanismo negoziale e della legge della domanda e dell'offerta: interesse, questo, tutelato al massimo livello dalla legislazione comunitaria e, soprattutto, dall'art. 41 della Costituzione.

Importante è poi ancora rilevare come la sentenza abbia espressamente riconosciuto che il contratto finale costituisce l'esito ultimo dell'intesa anticoncorrenziale tra gli imprenditori, mentre il danno può essere calcolato

---

[157] In questo passaggio paiono riecheggiare argomentazioni svolte più di mezzo secolo da T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e interesse del consumatore*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano 1955, p. 35 ss., in particolare §§ 16 e 19.

secondo un calcolo di probabilità o per presunzioni, trattandosi, in pratica, di perdita di *chance*, cioè a dirsi della possibilità di ottenere migliori condizioni di polizza nel caso in cui il consumatore si fosse trovato a negoziare in un mercato libero[158].

4.1.4. Il *private enforcement* a tutela della libertà di scelta del consumatore.

Queste considerazioni non sono andate esenti da dubbi in specie in una prospettiva più generale di critica alla concezione della responsabilità civile quale

---

[158] Questa giurisprudenza ha trovato peraltro una recente conferma in Cass. 10 maggio 2011, n. 10211, in *ilsole24ore.com*, resa su fattispecie analoga. In particolare la Corte di Cassazione ribadisce il diritto dell'assicurato-consumatore ad ottenere il risarcimento del danno in caso di partecipazione della compagnia assicurativa ad una intesa anticoncorrenziale già sanzionata in sede amministrativa. Specificamente, la Corte di Cassazione affronta il problema relativo all'accertamento del nesso causale fra il livello del premio e la partecipazione della compagnia assicuratrice all'intesa anticoncorrenziale sanzionata dall'Autorità garante. Sul punto, i giudici di legittimità, anzitutto, richiamano quanto già statuito dalla giurisprudenza di legittimità in materia di risarcimento da condotta anticoncorrenziale evidenziando alcuni punti fermi: a) l'azione risarcitoria proposta dall'assicurato tende alla tutela dell'interesse giuridicamente protetto (dalla normativa comunitaria, dalla Costituzione e dalla legislazione nazionale) a godere dei benefici della libera competizione commerciale, nonché alla riparazione del danno ingiusto, consistente nell'aver pagato un premio di polizza superiore a quello che sarebbe stato pagato in condizioni di libero mercato; b) per ottenere il risarcimento dei danni l'assicurato ha l'onere di allegare la polizza assicurativa contratta (quale manifestazione della condotta finale del preteso danneggiante) e l'accertamento in sede amministrativa della partecipazione dell'assicuratore all'intesa anticoncorrenziale (quale condotta preparatoria); c) a fronte di tali adempimenti, il giudice può ravvisare l'esistenza del nesso causale tra l'illecito e il danno anche in base a criteri di alta probabilità logica, o per il tramite di presunzioni probabilistiche, fondate sul rapporto di sequenza costante tra un dato antecedente e l'effetto che vi si ricollega; d) deve essere garantita all'assicuratore la possibilità di fornire la prova contraria, indicando le circostanze idonee a dimostrare l'interruzione del nesso causale. Ciò premesso, i giudici di legittimità ribadiscono il principio di diritto enunciato dalla giurisprudenza di legittimità secondo cui la compagnia assicuratrice convenuta in risarcimento dei danni deve essere sempre ammessa a fornire la prova contraria alla suddetta presunzione di responsabilità, per quanto concerne sia la sussistenza del nesso causale fra l'illecito concorrenziale e il danno, sia l'entità del danno medesimo. Tuttavia occorre altresì chiarire e ribadire che la prova contraria non può avere ad oggetto circostanze attinenti alla situazione generale del mercato assicurativo - quanto ai costi gravanti su tutte le imprese a causa delle truffe, degli adeguamenti imposti dalle direttive comunitarie, ecc. - ed in particolare le medesime circostanze che l'autorità garante ha tenuto presenti nel formulare il suo giudizio, e che ha ritenuto irrilevanti al fine di escludere il collegamento fra i comportamenti collusivi e la lievitazione dei premi. La prova dell'interruzione del nesso causale fra l'illecito e l'indebito aumento delle tariffe non può consistere nel rimettere in discussione le medesime circostanze di fatto il cui accertamento è già contenuto nel provvedimento sanzionatorio adottato dall'autorità garante. In altri termini, la prova dell'insussistenza del nesso causale non può essere tratta da considerazioni di carattere generale attinenti ai dati che influiscono sulla formazione dei premi nel mercato generale delle polizze assicurative, ma deve riguardare situazioni e comportamenti che siano specifici dell'impresa interessata: che attengano, cioè, alla singola impresa assicuratrice, al singolo assicurato od alla singola polizza, che siano tali da dimostrare che - nel caso oggetto di esame - il livello del premio non è stato determinato dalla partecipazione all'intesa illecita, ma da altri fattori.

mezzo *bon a tout faire*, segnatamente della responsabilità civile cui si vorrebbe attribuire una funzione (almeno anche) deterrente a discapito della dommatica tradizionale che le riconosce natura riparatoria rispetto a lesioni di (specifici) diritti e interessi legittimi[159].

Tuttavia, un corretto punto di equilibrio tra queste istanze che si legano inscindibilmente al bisogno di protezione della libertà di scelta del consumatore e alla concorrenzialità del mercato può e deve a mio avviso essere colto nelle seguenti osservazioni sistematiche:

1) appare certa la meritevolezza di tutela dell'affidamento ragionevole dei singoli consumatori sulla concorrenzialità del mercato, la cui lesione costituisce allora una ingiusta alterazione della libertà contrattuale;

2) giova rammentare che la tutela dell'efficienza competitiva del mercato, vale a dire del principio secondo cui il funzionamento, appunto più efficiente del mercato, si attua nel consentire la migliore allocazione delle risorse sulla base di valutazioni comparative che incentivino la destinazione delle risorse a prestazioni sempre più efficienti e convenienti e che spingano ai margini del mercato quelle meno concorrenziali, garantisce non solo la libertà di concorrenza delle imprese (sotto il profilo del loro diritto di accesso al mercato) ma, altresì, il diritto del consumatore ad una scelta effettiva fra prodotti in concorrenza.

Ne deriva che il comportamento anticoncorrenziale (e dunque l'abuso della libertà di concorrenza) si traduce in un illecito plurioffensivo in quanto implica lesione sia della libertà di autoaffermazione del concorrente, che della libertà di scelta del consumatore che può e deve essere risarcito anche per una maggiore effettività del sistema[160].

---

[159] Per un riepilogo complessivo, anche al di là della specifica materia oggetto di trattazione, si v. il recente S. MAZZAMUTO, *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2011, pp. 306-312 e C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, *passim*.

[160] V. per talune significative riflessioni su questo punto anche G. OLIVIERI, *Iniziativa economica e mercato nel pensiero di Giorgio Oppo*, in www.associazionepreite.it, specialmente § 9 e 10.

È in altri termini da condividere una lettura estensiva della clausola della responsabilità civile, accolta peraltro dalla nostra giurisprudenza, che attribuisce all'art. 2043 cod. civ. una funzione di tutela *privatistica* della concorrenzialità del mercato e della libertà di scelta del consumatore.

Sul piano della disciplina antitrust gli approdi giurisprudenziali che ho illustrato consentono di affermare che la clausola generale della responsabilità civile di cui all'art. 2043 cod. civ. possa costituire un valido strumento di *enforcement* privato a presidio della concorrenzialità del mercato. Ora poiché il corretto operare del gioco concorrenziale, nella prospettiva qui patrocinata, è un corollario dell'interesse collettivo all'*integrità del mercato*, giacché il meccanismo concorrenziale contribuisce ad assicurare la fiducia nel buon funzionamento del mercato, è senz'altro da apprezzare l'attuale quadro giurisprudenziale che ne consente anche una tutela attraverso gli strumenti propri del diritto civile.

Resta, tuttavia, da indagare se tale possibilità sia praticabile anche nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari, campo d'elezione delle condotte che possono pregiudicare l'*integrità del mercato*.

4.2. Il *private enforcement* e i mercati finanziari.

Nell'ambito dei mercati finanziari, sebbene, anche di recente autorevole dottrina abbia posto in luce come «nei vari Paesi, dalle diverse esperienze affiora un dato fondamentale e omogeneo e cioè l'opinione, che ho sempre condiviso, che la vera garanzia dell'efficienza dei mercati finanziari […] passa soprattutto attraverso il rafforzamento dei poteri delle Autorità di Vigilanza»[161], è matura la convinzione che, come dimostrano l'esperienza storica, anche recente, e il dato comparatistico, l'azione individuale del singolo investitore «deluso» costituisca un indispensabile ausilio al sistema di controlli pubblicistici affidato alle autorità di vigilanza e, più in generale, dell'intervento pubblico in economia[162].

---

[161] Lo rileva G. ROSSI, *Prefazione* a P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008.
[162] Cfr., in termini analoghi, A. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1000.

Emblematico, sotto questo profilo, è il dibattito sul *private right of action* per la violazione della disciplina contenuta nel *Securities Act* del 1933 e nel *Securities Exchange Act* del 1934; dibattito che trae origine dalla constatazione — di per sé, invero, difficile da confutare, ma, forse, non decisiva — che la normativa di settore abbia una finalità protettiva di destinatari determinabili[163].

Anche in questo settore, quindi, il problema di fondo che occorre porsi attiene alla scelta degli strumenti, pubblicistici e/o privatistici, e delle tecniche di diritto sostanziale (e processuale) in grado di assicurare l'effettività del diritto dei mercati finanziari e delle sanzioni che lo accompagnano[164].

4.2.1. La sufficienza del *public enforcement*: critica.

---

[163] Come rammenta A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto. Rimedi e tutele*, Milano 2008, p. 45, nota 8 «È stato questo l'approccio seguito, negli Stati Uniti, dalla Corte Suprema federale, in Case v. Borak [377 U.S. 426, 432 (1964)], allorché fu riconosciuto per la prima volta un "private right of action" dell'azionista nel caso di violazione della disciplina federale del voto per delega». Per ulteriori riferimenti dottrinali sul punto cfr. A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 430 nota 145, nonché, più di recente, A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, *cit.*, 2003, p. 48; C. AMATUCCI, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario (Divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395 cod. civ.)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1342; M. GATTI, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 792, nota 57, che osserva come «la tutela risarcitoria avrebbe il pregio di rafforzare l'enforcement e quindi la confidenza degli investitori nel mercato». Sono queste, a ben vedere, considerazioni senz'altro condivisibili, in una prospettiva di «politica del diritto»: «L'essenza del diritto è attuazione pratica» e dipende non soltanto dall'azione dei poteri pubblici, ma anche—e innanzi tutto— da ciò, che le persone private faccian valere il loro diritto». Così R. JHERING, *La lotta per il diritto (1872)*, Bari 1963, rist. 2003, p. 99.

[164] Per un'analisi degli argomenti a favore e contro i sistemi di *enforcement* pubblico e privato sui mercati finanziari, cfr. G. FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa soc.*, 2004, p. 413; G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, in *Social Science Research Network*, 2005, http://ssrn.com/abstract=730403, pubblicato in italiano, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, vol. XVIII del *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia* a cura di Galgano, p. 197 ss., orientati verso l'abbinamento dei sue sistemi, nonchè A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. 1, Milano, 2002, p. 624, il quale escludendo «una aprioristica preferenza per l'uno o per l'altro approccio di fondo», opportunamente segnala il peso non tanto delle considerazioni tecniche «quanto delle tradizioni culturali», laddove l'approccio degli ordinamenti dell'Europa continentale è prevalentemente orientato verso «l'enforcement pubblicistico accentrato [...] più afflittivo che patrimoniale», mentre, l'approccio statunitense è più orientato verso l'enforcement privato «decentrato e patrimoniale».
Più in generale, sull'esigenza di garantire effettività al diritto dei mercati finanziari si vedano le notazioni di R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, *cit.*, p. 813-815, che appunto auspica « un maggior grado di effettività » della tutela degli interessi diffusi dei risparmiatori, soprattutto attraverso un affinamento dei poteri attribuiti alla Consob, nonché L. ENRIQUES, *Dum Romae consulitur...Verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, in *Banca impresa soc.*, 2004, p. 447, che al fine di migliorare l'efficienza del sistema, auspica una maggiore « severità del trattamento sanzionatorio».

A questo riguardo, taluni autori sostengono che l'*enforcement* pubblico non debba essere accompagnato da un concorrente sistema di *enforcement* privato per due ordini di ragioni.

In primo luogo, l'azione pubblica consentirebbe un miglior controllo nella fissazione della sanzione in accordo con la teoria della deterrenza. Tale teoria postula che la pena sia correlata al costo sociale della condotta e alla probabilità che le condotte lesive di quella particolare natura siano accertate, sicché i fautori della esclusività di un *enforcement* pubblicistico sostengono che la sanzione debba essere pubblica ed affidata ad un solo soggetto[165]. I danni concessi alla parte vittoriosa di una causa civile rischiano per contro di non essere correttamente correlati ai parametri prima accennati – costo sociale e probabilità di individuazione – e, se si accompagnano alle sanzioni amministrative o penali, possono alterare il livello ottimale della deterrenza[166].

In secondo luogo, le autorità pubbliche hanno in genere maggiori poteri ispettivi e sono meglio equipaggiate per scoprire le informazioni nascoste. Il fatto di attribuire esclusivamente all'autorità pubblica i predetti poteri ispettivi è connesso non solo alla necessità di prevenire eccessive interferenze nella vita privata, ma anche alle economie di scala che possono risultare necessarie a dar vita ad un efficiente sistema di identificazione e cattura dei responsabili.

A queste considerazioni, si replica, con l'ausilio dell'analisi economica del diritto, che l'attribuzione di un ruolo esclusivo al *public enforcement* nell'applicazione della legge presenta alcuni inconvenienti tra i quali[167]:

i) che l'autorità pubblica non ha accesso a tutte le informazioni sparse sul mercato. I dipendenti di un'impresa, i suoi clienti, i suoi concorrenti generalmente hanno informazioni sul compimento di illeciti di cui i poteri pubblici non dispongono o che possono acquisire con molta fatica e lentezza. Gli incentivi all'azione privata

---

165 Il massimo teorico di questa posizione è, secondo quanto si apprende da FERRARINI – GIUDICI, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, *cit.*, p. 249, nota 165, W.P.J. WILS, *Should Private Antitrust enforcement be Encouraged in Europe?*, *cit.*, p. 473.

166 Sul tema della deterrenza e sul c.d. livello ottimale di deterrenza rinvio al recente contributo di A. NICITA, *Deterrenza, sanzioni e mercato. Una riflessione economica*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, *cit.*, p. 28 ss.

167 Traggo queste indicazioni così come la biografia citata a margine dei seguenti punti da i) e iv) da GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, *cit.*, p. 96-103.

possono liberare tali informazioni, garantendo l'individuazione di illeciti che altrimenti sfuggirebbero all'accertamento;

ii) che l'autorità pubblica non ha, generalmente, risorse adeguate per indagare e perseguire tutti i possibili illeciti. L'impiego di soggetti privati per aumentare la dimensione degli apparati di *enforcement* appare dunque necessario[168]. Questa considerazione ha trovato riflesso, negli Stati Uniti, anche in giurisprudenza. Nel caso *Borak* del 1964 la Corte Suprema doveva decidere se la violazione da parte degli amministratori di una società di una norma del *Securities Exchange Act* in tema di raccolta di deleghe (Rule 14a-9) comportasse il diritto al risarcimento dei danni a favore della società, azionabile tramite una *derivative suit* di un azionista. La Corte, esplicitando il riferimento all'esperienza *antitrust*, rispose che l'attribuzione di un diritto privato d'azione avrebbe consentito di fornire un supporto all'attività della SEC, che ogni anno doveva esaminare duemila prospetti relativi a sollecitazioni di deleghe, in tempi che non consentivano un'indipendente valutazione delle informazioni contenute nella documentazione depositata[169]. Di qui, con un argomento fondato sulle conseguenze positive che quell'interpretazione della norma avrebbe portato a favore dell'effettiva applicazione dei divieti in essa contenuti, si consolidarono gli "*implied right of actions*" del diritto dei mercati finanziari americani;

iii) l'azione pubblica può soffrire notevoli interferenze rispetto all'obiettivo teorico del perseguimento del bene pubblico. Gli apparati pubblici possono perseguire obiettivi di massimizzazione dei fondi pubblici disponibili piuttosto che obiettivi di ottimizzazione del proprio intervento in funzione del bene collettivo[170]. Tali apparati possono:

---

[168] COFFEE JR., *Rescuing The Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is not Working*, in *Md. L. Rev.*, 42, 1983, p. 227.
[169] J.I Case Co. V. Borak, 377 U.S. 426, 432, già citata alla precedente nota 163.
[170] M.A. COHEN - P.H. RUBIN, *Private Enforcement of Public Policy*, in *Yale J. on Reg.*, 3, 1985, p. 167.

a) ricercare il favore politico e, quindi, orientare la propria azione nella direzione che garantisce il massimo consenso, subendo le interferenze politiche;

b) ancora, possono essere catturati dai soggetti sottoposti ai propri poteri: la cattura si esprime, infatti, non soltanto nell'emanazione di una regolazione pubblica di favore, ma anche in un'attenuazione del rigore dell'azione di *enforcement*. Pure nell'ambito dell'apparato pubblico si manifestano i ben noti problemi di "*agenzia*" tra preponente e preposto ("*principal-agent*")[171]. Le persone fisiche che operano in talune istituzioni pubbliche, per esempio, spesso ambiscono ad essere assunte in istituzioni private che possono garantire retribuzioni più alte: è il fenomeno della "*revolving-door*". Un impiegato pubblico che miri a ricevere proposte di lavoro da un'impresa privata o dai suoi avvocati o commercialisti rischia di avere atteggiamenti influenzati dai propri obiettivi personali[172]. Naturalmente vi è anche il problema della corruzione, con cui, nella sostanza, il pubblico dipendente riduce la sanzione applicabile, la incamera direttamente e la rende invisibile all'esterno[173].

(iv) l'azione o l'inazione della pubblica autorità possono diventare prevedibili, mentre il comportamento di privati sparsi sul mercato lo è, ovviamente, molto meno. L'azione privata può perciò essere anche più innovativa, perché un'autorità pubblica è in qualche modo più

---

[171] M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 3, 1976, p. 305.

[172] Su tali temi cfr. F.H. EASTERBROOK, *Detrebling Antitrust Damage*, in *J.L. & Econ.*, 28, 1985, p. 445, in senso parzialmente contrario D.C. LANGEVOORT, *Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, in *Georgetown Public Law Research Paper* n. 624582, p. 2004, il quale argomenta in questi termini: «Due questioni, peraltro, rendono problematico questo approccio. In primo luogo, l'ampio consenso tra i funzionari, necessario per un'azione significativa, rende difficile per un particolare funzionario (o gruppo di funzionari) dirigere la politica dell'ente verso la protezione di un determinato interesse. In secondo luogo, la principale strategia dei funzionari interessati può invece essere quella di creare in qualche modo una serie di nuove norme regolamentari complesse, di difficile interpretazione ed applicazione e, al momento della loro uscita dall'ente, rivendicare compensi più elevati facendo leva sul vantaggio informativo acquisito nella precedente esperienza». Sugli aspetti benefici della *revolving door* cfr. Y.-K. Che, *Revolving Doors and the Optimal Tolerance for Agency Collusion*, in *Rand J. Econ.*, 26, 1995, p. 387.

[173] G.S. BECKER - G.J. STIGLER, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in *J. Leg. Stud.*, 3, 1974, p. 1.

legata ai propri precedenti[174]. Se un autorità di vigilanza lascia sistematicamente correre certe condotte, le imprese possono assumere che le stesse siano prive di sanzione ed organizzare di conseguenza la propria attività, cosa che non potrebbero fare in presenza di un'azione privata concorrente[175]. La presenza di tale azione concorrente tempera anche l'interesse a spendere risorse nell'attività di *lobbying* volta a ridurre i fondi a disposizione dell'autorità pubblica o comunque a limitarne i poteri[176].

Negli Stati Uniti è forte l'idea che l'azione dei privati possa avere, nella regolazione dei mercati e degli attori economici, un ruolo deterrente analogo o addirittura superiore all'azione delle autorità indipendenti e dei poteri pubblici in genere. Il diritto dei mercati finanziari americani, nonostante la presenza di un'autorità pubblica come la SEC e la presenza di altri poteri pubblici in qualche misura concorrenti, è fortemente caratterizzato dalle azioni civili e, in particolare, dalle *securities class actions*, che lo distinguono rispetto a tutti gli altri ordinamenti[177].

Nel diritto americano, in buona sostanza, la tutela degli interessi collettivi è affidata (anche) al singolo mosso da interessi egoistici: è il "*private attorney general*" che per ricavare un vantaggio personale produce un bene pubblico, la deterrenza, e garantisce, perciò, la maggiore effettività del diritto[178].

---

174 STEPHENSON, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in *Va. L. Rev.*, 2005, p. 112.

175 STEPHENSON, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, *cit.*, p. 111.

176 COFFEE JR., *Rescuing The Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is not Working*, *cit.*, p. 227.

177 Si v. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, *cit.*, p. 122 ss. L'a. segnala peraltro che uno dei più particolari istituti del diritto processuale americano è la "qui tam action", che affonda le proprie origini nel diritto medievale inglese e si esprime ancora oggi, con grande successo, nel "False Claims Act", una legge che legittima chiunque sia a conoscenza di una frode ai danni del governo federale ad agire in giudizio contro l'autore, acquisendo titolo ad una percentuale del danno risarcibile e delle sanzioni amministrative ("civil sanctions") irrogate. L'attore di una "qui tam action" è, pertanto, un vero e proprio cacciatore di taglie.
Analogamente, un cacciatore di taglie è l'avvocato che lancia una *class action*, istituto tipicamente e per certi versi ancora unicamente americano; infatti, l'impulso all'azione a tutela degli interessi della classe proviene dall'avvocato, al punto che si parla espressamente di "lawyer-driven litigation".

178 Lo stesso azionista che agisce tramite la *derivative action* a tutela degli intessi della società è il rappresentante di un interesse collettivo (quello dei soci) che il consiglio di amministrazione e l'assemblea non riescono a far valere.

Del resto, lo stesso attore che richiede e ottiene i danni punitivi agisce spesso, nei fatti, a tutela di un interesse collettivo: i danni punitivi possono essere visti anche come un moltiplicatore della sanzione civile, che considera i casi in cui il convenuto ha posto in essere il comportamento illegittimo e socialmente dannoso senza essere stato individuato e sanzionato[179].

Il "*private attorney general*", proprio come l'autorità indipendente cui è affidato il controllo di un certo mercato, risolve un problema di azione collettiva. Il "*private attorney general*" e l'autorità pubblica possono agire in modo complementare o concorrente.

4.2.2. I limiti del *private enforcement* e il giusto bilanciamento.

Naturalmente, la critica all'azione pubblica non si accompagna, negli Stati Uniti, alla cecità di fronte ai difetti dell'azione privata, che sono spesso praticamente speculari. I privati non possono avere accesso a certi tipi di informazioni e pertanto il *private enforcement* da solo non può niente contro illeciti che possono essere individuati solo tramite strumenti di indagine quali le intercettazioni telefoniche o ambientali.

Gli incentivi dell'azione privata non sono necessariamente allineati con l'ottimo sociale[180]. Il proliferare delle azioni private può creare instabilità nel sistema giuridico, aumentando la spinta verso orientamenti interpretativi discordanti da parte dei giudici. La letteratura scientifica americana abbonda di pagine critiche nei confronti del *private attorney general* e le corti sono altrettanto scettiche: le *class actions* sono discusse virtualmente in ogni aspetto (ma nessuno ne suggerisce l'abolizione); minore, ma comunque significativa, è la critica rivolta alle *derivative suit*, per ragioni incentrate sugli incentivi dell'avvocato che le comanda; il dibattito sui danni punitivi è sempre vivissimo.

L'indagine scientifica, tuttavia, non è mai sviluppata in termini di confronto ideologico tra due modelli contrapposti, ma di disegno della miglior

---

[179] A.M. POLINSKY - S. SHAVELL, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in *Harv. L. Rev.*, 111, 1998, p. 869

[180] Per un'introduzione al tema, a S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, *Belknap Press of Harvard University Press*, Cambridge, *Mass.*, 2004, pp. 411-415.

architettura istituzionale possibile: non vi sono contributi significativi, soprattutto in tema di diritto dei mercati finanziari, in cui si proponga un affidamento integrale al modello del *public enforcement* ovvero al modello contrapposto del *private enforcement*. Tutti gli studi sono invece volti a individuare un bilanciamento corretto tra le due azioni.

Anche nell'ambito del nostro ordinamento, tale bilanciamento appare oggettivamente necessario per far sì che le regole del mercato finanziario possano essere effettive e assolvere alla loro decisiva funzione.

Tali regole poggiano, in buona misura, sull'osservanza, da parte di tutti gli operatori, degli innumerevoli precetti concepiti da ciascun legislatore per tutelare l'*integrità dei mercati* e, quindi, la fiducia degli investitori.

Ecco quindi che, proprio nella prospettiva di assicurare l'*integrità del mercato* secondo le declinazioni che ne ho illustrato nella presente indagine, appare essenziale verificare se e in che limiti il nostro ordinamento assicuri il buon funzionamento dei mercati finanziari anche attraverso il *private enforcement*.

Del resto, proprio la tutela degli interessi coinvolti, primo tra tutti la fiducia degli investitori, vera e propria linfa dei mercati finanziari — ciò nondimeno gravemente e indistintamente scossa negli ordinamenti delle più avanzate economie — reclama strumenti più incisivi di attuazione e di effettività delle regole[181].

Per questo appare assolutamente sensato affermare che il *private enforcement* sia un elemento indispensabile per la tutela dei mercati finanziari. Settore nel quale, peraltro, assumono più immediata evidenza le lesioni

---

[181] Cfr. C. AMATUCCI, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario (Divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395 cod. civ.)*, *cit.*, p. 1344, il quale afferma «[…] le disposizioni in materia di emittenti, di responsabilità dei loro amministratori e controllori, le norme di legge e regolamentari che fissano i paletti della condotta degli intermediari e di tutti i soggetti sottoposti a vigilanza, costituiscono un diritto esposto, molto più degli altri, al grave rischio di ineffettività. Sarà per la varietà dei soggetti, per la complessità dei rapporti, per la difficile comprensione dei prodotti e dei servizi offerti nei mercati finanziari, sarà per la componente euristica a base delle scelte degli investitori. Sarà, ancora, per la difficoltà intrinseca, e spesso insuperabile, di attribuire un valore reale ed attendibile a beni che — a dispetto del livello crescente di sofisticatezza e spesso di opacità dei prodotti finanziari che li rappresentano — resteranno sempre beni di secondo grado. E che sono, da un lato, la numerosa e variegata famiglia degli strumenti finanziari e, dall'altro, la specie dei contratti — derivati in prima linea — dietro i quali stanno obblighi e responsabilità, diritti e patrimoni non sempre agevolmente e del tutto percepibili, persino agli occhi dei più zelanti esperti di scienze contabili ed aziendali».

all'*integrità del mercato* (si pensi alle manipolazioni di mercato), vale a dire le lesioni della fiducia nel corretto funzionamento del mercato finanziario, che ne pregiudicano in ultima analisi l'efficienza. In altri termini, in conformità alle più recenti evoluzioni del dibattito in materia di tutela della concorrenza[182], anche nell'ambito dei mercati finanziari la capacità dell'*enforcement* pubblico di rispondere alle possibili lacune del sistema appare senz'altro rafforzata dall'esistenza di meccanismi di *enforcement* privato idonei a garantire la compensazione del danneggiato e a contrastare la possibile cattura del regolatore, diversificando l'allocazione del potere di intervento nelle dinamiche del mercato finanziario[183].

Il più *funzionale* tra gli strumenti di *private enforcement* d'oltreoceano è la *class action* che, come noto, in forme del tutto peculiari, è stata recentemente introdotta anche in Italia.

Occorre allora verificare se e in che limiti tale nuovo strumento processuale possa rappresentare un punto di svolta per il rafforzamento del *private enforcement* in Italia e, dunque, se nello specifico ambito dei mercati finanziari potrà aversi una partecipazione "collettiva" e "privata" alla tutela di un interesse "collettivo" e "pubblico" quale l'*integrità del mercato*.

4.3. L'azione di classe a tutela dell'*integrità del mercato*: il rafforzamento del *private enforcement* e i suoi limiti nell'ambito dei mercati finanziari.

4.3.1. Il nuovo strumento processuale.

[182] Cfr., da ultimo, J. TERHECHTE, *Enforcing European Competition Law - Harmonizing Private and Public Approaches in a More Differentiated Enforcement Model*, July 2010, in www.ssrn.com, p. 8 ss.; W.P.J. WILS, *The Relationship between Public Antitrust Enforcement and Private Actions for Damages*, March 2009, in www.ssrn.com, p. 19 ss.

[183] Cfr. K. PISTOR - C. HU, *Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, May 2002, in www.ssrn.com, p. 18 ss. e 76 ss. e A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 527 ss.

Come noto l'azione prevista dall'art. 140-*bis* del Codice del consumo, ai sensi dell'art. 23, comma 16, d.l. 1 luglio 2009 n. 78, convertito nella l. 3 agosto 2009 n. 102, è entrata in vigore il 1° gennaio 2010 e, secondo quanto stabilito dall'art. 49, comma 2, della legge 23 luglio 2009, n. 99, opera soltanto per gli illeciti compiuti successivamente all'entrata in vigore della nuova legge e non vale per i fatti verificatisi in precedenza, sicché tale nuovo istituto processuale è applicabile soltanto agli illeciti compiuti dal 16 agosto 2009 in poi[184].

Al di là dei profili più strettamente processuali della azione di classe, che non possono essere indagati in questa sede, occorre a questo punto verificare, avuto riguardo all'ambito oggettivo di applicazione dell'azione di classe, se e in che termini il nuovo strumento di *private enforcement* inserito nel codice del consumo contribuisca ad assicurare l'*integrità del mercato*.

Ebbene, con il rimedio dell'art. 140-*bis*, mediante un'unica azione, sono esercitati collettivamente i diritti individuali di più soggetti. Contrariamente a quanto accade nel litisconsorzio, alla pluralità delle situazioni sostanziali corrisponde una sola domanda (di classe) e un'unica causa (di classe): non si ha, cioè, un cumulo di controversie seppure riunite in un processo formalmente unitario.

Le situazioni soggettive traggono origine dalla medesima condotta illecita dell'impresa, che, proprio in quanto lesiva dei diritti di una categoria di soggetti, viene definita "plurioffensiva"; i crediti individuali hanno lo stesso fatto costitutivo o dipendono, nella loro esistenza o nel loro contenuto, dalla risoluzione di una comune questione di fatto o di diritto[185].

---

[184] Da diverso tempo si ipotizzava di introdurre anche nel nostro ordinamento la "*Class action*" (v. M. RESCIGNO, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 418).
Per l'analisi del complesso *iter* legislativo che ha condotto all'introduzione della class action in Italia si rimanda a G. COSTANTINO, *La tutela collettiva risarcitoria 2009: la tela di Penelope*, in *Foro It.*, 2009, V, p. 388 ss.; C. PUNZI, *L'«azione di classe» a tutela dei consumatori e utenti*, in *Riv. dir. proc.*, 2010, p. 253 ss.; *Le azioni seriali*, a cura di S. MENCHINI, in *Quaderni de «Il giusto processo civile»*, Napoli 2008, p. 11 ss.; *La conciliazione collettiva*, a cura di G. GITTI e A. GIUSSANI, Milano 2009, p. 3 ss; *Class action! (?)*, in *AGE*, a cura di R. LENER e M. RESCIGNO, n. 1/2008; A. BRIGUGLIO, *L'azione collettiva risarcitoria*, Torino, 2008; P.F. GIUGGIOLI, *La nuova azione collettiva risarcitoria. La c.d. class action italiana*, Padova, 2008; A. GIUSSANI, *Azioni collettive risarcitorie nel processo civile*, Bologna, 2008; *Azione collettiva risarcitoria (Class action)*, a cura di E. CESARO e F. BOCCHINI, Milano, 2008.

[185] Ne consegue che le più pretese sono connesse o per identità del titolo (connessione causale) o per identità delle questioni da risolvere (connessione impropria). Cfr. MENCHINI - MOTTO, *Art.* 140-*bis*, in Judicium.it, 3, nota 9, secondo i quali «la vicenda sostanziale all'interno della quale si annida l'illecito plurioffensivo è unica (ad esempio, essa consiste nel cartello di più compagnie,

Inoltre, i diritti individuali debbono avere uguale contenuto: non solo quindi debbono essere identiche le prestazioni (pagamento di somme di danaro), dunque è richiesta l'identità dei *petita*, ma le medesime prestazioni debbono essere anche riconducibili alla stessa figura giuridica (rispettivamente, risarcimento del danno, ripetizione dell'indebito, ecc.).

La legge, inoltre, condiziona l'aggregazione delle più situazioni sostanziali in un unico processo al fatto che esse siano "omogenee" o "identiche"[186]. Dunque, occorre che le pretese seriali possano essere definite con una decisione unica e non richiedano accertamenti individualizzati[187].

Con le espressioni diritti identici, situazioni omogenee, da leggersi non in contrapposizione ma congiuntamente, come se si trattasse di un'endiadi, si è voluto evidenziare un dato fondamentale: la tutela cumulativa dei diritti individuali deve avvenire soltanto in quei casi in cui, per le caratteristiche della fattispecie sostanziale, la decisione del giudice può basarsi esclusivamente su valutazioni di tipo comune, essendo del tutto inesistenti o marginali i temi personali. Solo in queste ipotesi, l'azione di classe è un rimedio più efficiente, più efficace, più celere delle azioni individuali e del litisconsorzio.

Il requisito dell'omogeneità viene in rilievo, poi, anche sotto altri profili:

i) in primo luogo, identiche debbono essere le situazioni sostanziali lese dalla condotta illecita denunciata[188];

---

concernente l'applicazione di certi prezzi ai consumatori per la fornitura di un determinato servizio); essa, però, per lo più, si concretizza in una serie di atti, fatti o negozi individuali, che, in quanto meramente attuativi, sono essi stessi illegittimi (proseguendo con l'esempio, i singoli contratti di fornitura che applicano il prezzo concordato). Dunque, i singoli diritti risarcitori e restitutori hanno titolo in fatti costitutivi analoghi (i contratti individuali), che, però, si collocano in una più ampia e complessa attività contra ius dell'impresa che sta a monte».

[186] V. anche G. ALPA, *L'art. 140-bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, p. 379 ss.

[187] A stretto rigore, le situazioni sostanziali risarcitorie o restitutorie, in quanto nella titolarità di soggetti differenti, per definizione, non possono essere identiche; esse presentano, inevitabilmente, elementi, concernenti o la fattispecie costitutiva o la quantificazione del danno e degli importi da ripetere o le eccezioni, che sono riferibili in modo esclusivo a ciascun interessato e che, per questo motivo, si dicono personali. Le questioni e i fatti esclusivi possono essere pochi o tanti, possono essere prevalenti o meno, sotto l'aspetto o quantitativo o qualitativo, rispetto a quelli comuni, però sono sempre presenti ed impediscono che possa individuarsi una relazione di identità in senso tecnico tra i diritti di credito spettanti ai vari consumatori.

[188] Si consideri, ad esempio, il caso in cui un'impresa abbia posto in essere una pratica commerciale scorretta, in quanto lesiva dei diritti di una pluralità di consumatori "ad una adeguata informazione e ad una corretta pubblicità" (art. 2, lett c) Codice del consumo).

ii) in secondo luogo, gli attori debbono versare nei confronti di una stessa impresa in una posizione identica, ossia la loro vicenda sostanziale deve presentare caratteristiche uguali, consentendo la formazione di un gruppo unitario e la differenziazione di questo rispetto ad una più ampia massa di soggetti che sono in situazioni simili[189];

iii) in terzo luogo, anche le difese, in particolare le eccezioni, sollevate dal professionista nei confronti di coloro che hanno aderito all'azione debbono essere identiche; se il convenuto ha dedotto fatti impeditivi, modificativi o estintivi (ad esempio, prescrizione, decadenza) che riguardano in modo esclusivo una parte dei creditori e se tali elementi richiedono accertamenti complessi o di lunga indagine, è inevitabile l'esclusione di queste posizioni dalla classe, in quanto lo svolgimento del processo sarebbe appesantito e rallentato dalla trattazione di questioni riferibili ad alcuni soggetti soltanto[190].

In definitiva, la tutela di classe dei diritti seriali trova il suo naturale campo di applicazione per microcrediti risarcitori e restitutori, danni o pretese spezzettati in *small claims*, il cui riconoscimento e la cui quantificazione possono avvenire allo stesso modo per tutti gli interessati, valutando i medesimi elementi. Per contro, la nuova figura non sembra adoperabile per vicende complesse, che, ai fini della prova della responsabilità o della determinazione del danno, impongono la trattazione e la risoluzione di rilevanti temi individuali[191].

---

[189] Ciò è molto importante specialmente in ordine al nesso eziologico e alla determinazione del danno; uno stesso comportamento illecito può colpire una moltitudine di consumatori, ma una classe unitaria può essere composta soltanto da coloro che presentano posizioni identiche ai fini dell'accertamento del nesso di causalità e della quantificazione del pregiudizio che deve essere ristorato.

[190] Solo a queste condizioni, del resto, l'aggregazione delle differenti pretese sostanziali in un'unica domanda e in un unitario processo produce vantaggi in punto di durata del giudizio, di economia processuale e di efficienza della tutela.

[191] Ciò mentre nell'ordinamento USA, la *class action* deve la sua fortuna al modo in cui è disciplinata, sul piano sostanziale, la responsabilità civile; da un lato, il sistema di liquidazione del danno, incentrato sui danni punitivi (*punitives damages*), e, dall'altro lato, le regole probatorie in ordine al nesso di causalità, che permettono il ricorso a valutazioni di tipo meramente probabilistico, basate su statistiche e campioni, fanno sì che i giudizi risarcitori presentino forti caratteri di standardizzazione e che diminuisca alquanto il rilievo degli aspetti individuali, con la conseguente agevolazione, in presenza di illeciti plurioffensivi, della concentrazione in un'unica vicenda processuale dell'accertamento della responsabilità e della determinazione del danno. Viceversa, nel nostro paese, l'istituto dei danni puntivi è considerato dalla Cassazione in contrasto

Peraltro, la legge non si limita a pretendere che le situazioni sostanziali siano identiche o omogenee nel senso ora chiarito, ma introduce ulteriori condizioni, individuando fattispecie tipiche in ordine alle quali è ammesso il ricorso al nuovo rimedio.

Sotto un primo profilo, da un lato, la collocazione della norma all'interno del codice del consumo e, dall'altro lato, il comma 1 dell'art. 140-*bis*, il quale precisa che l'azione è concessa per la tutela dei diritti (omogenei) dei consumatori e degli utenti, inducono a ritenere che le situazioni soggettive individuali debbano trovare collocazione nel quadro di un rapporto, non necessariamente di natura contrattuale, di consumo. Quindi, occorre fare riferimento, per gli aspetti di carattere oggettivo, all'art. 2, comma 2, Codice del consumo e, per le dinamiche di tipo soggettivo, all'art. 3 Codice del consumo: il rimedio opera esclusivamente per i diritti contemplati dalla prima norma, di cui siano titolari, dal lato attivo e passivo, i soggetti individuati dalla seconda disposizione.

Sotto un altro profilo, non basta che le situazioni soggettive sostanziali siano riconducibili ad un atto di consumo, attuale o potenziale, contrattuale od anche extracontrattuale, ma è necessario che esse appartengano ad una delle fattispecie indicate dal comma 2 dell'art. 140-*bis* Codice del consumo: a) l'illecito può essere contrattuale (comma 2, lett. a) e lett. b), nella parte in cui fa riferimento alla sussistenza di un rapporto contrattuale); i contratti, cui i diritti sono relativi, possono essere anche quelli stipulati ai sensi degli articoli 1341 cod. civ. (contratto per adesione) e 1342 cod. civ. (contratto tipo) (comma 2, lett. a), possono riguardare la commercializzazione di un prodotto (comma 2, lett. b) e, più in generale, possono concernere qualunque materia, purché ricompresa nel codice del consumo, a condizione che essi siano stati stipulati con una stessa impresa da soggetti che versano in una situazione identica (comma 2, lett. a); b) l'illecito può essere extracontrattuale e, dunque, può integrare una figura di responsabilità aquiliana (comma 2, lett. b e lett. c.); in particolare, esso può essere

---

con l'ordine pubblico interno e il risarcimento ha funzione esclusivamente riparatoria; il danneggiato, inoltre, è onerato della prova specifica della sussistenza del nesso di causalità tra illecito realizzato e danno prodotto; da tutto ciò consegue che le azioni risarcitorie, non di rado, richiedono valutazioni di tipo esclusivo rispetto a ciascun soggetto in ordine all'uno e all'altro aspetto.

compiuto da un produttore nell'attività di realizzazione e di commercializzazione di un determinato prodotto (comma 2, lett. b), parte prima) e può consistere in pratiche commerciali scorrette o in comportamenti anticoncorrenziali (da segnalare, peraltro, che tale ultima figura può essere rinvenibile anche in presenza di contratti, per cui il titolo della domanda può essere anche contrattuale)[192]. Sotto un ulteriore profilo, i diritti individuali omogenei possono essere di tipo risarcitorio (per responsabilità contrattuale o extracontrattuale), restitutorio con titolo nella ripetizione dell'indebito (ad esempio, restituzione di somme corrisposte in esecuzione di un contratto dichiarato totalmente o parzialmente invalido) e, meno facilmente, nell'arricchimento senza causa e possono anche consistere in pretese sostanziali, al cui adempimento il professionista è tenuto per contratto.

4.3.2. Limiti all'utilizzabilità dell'azione di classe a tutela dell'*integrità del mercato*.

Da quanto sopra deriva che senz'altro l'istituto dell'azione di classe potrà contribuire ad accrescere il *private enforcement* in settori cruciali per la tutela della concorrenza e del consumatore. Basti considerare, infatti, che[193]:

a) l'art. 140-*bis* richiama direttamente quelle pratiche commerciali disciplinate dagli artt. 18 ss. Codice del consumo, e cioè quelle attività poste in essere dalle imprese per promuovere sotto forme diverse (in particolare nelle diverse tipologie di pubblicità) la vendita dei propri prodotti in modo "ingannevole", così influenzando indebitamente la scelta da parte del consumatore. L'ambito di applicazione, delineato dall'art. 18 del cod. consumo è molto ampio, dato che la norma si applica «ad ogni forma di comunicazione commerciale in qualsiasi modo effettuata»;

[192] Cfr. G. ALPA, *L'art. 140-bis del codice del consumo, cit.*, 384 ss.
[193] Sul punto v. FRIGNANI – VIRANO, *L'Azione di Classe italiana. Effetti (e rimedi) nel rapporto tra banche e clienti*, in judicum.it, § 4.3.

b) la medesima disposizione prevede poi l'esperibilità della *class action* per i danni derivanti «c) ... da comportamenti anticoncorrenziali». Questa ultima categoria riguarda tutti i danni che siano eziologicamente collegati alla violazione della normativa antitrust, e cioè derivanti da tutti quei comportamenti che sono vietati dalla l. 10 ottobre 1990 n. 287 o da altra norma a tutela della concorrenza (ad es. il T.U. della Radiotelevisione, D. lgs. 177/05) [194].

Quanto, invece, alla fondamentale tutela dell'*integrità del mercato* nella sua sede elettiva, vale a dire il mercato finanziario, le perplessità non mancano, posto che la dottrina appare fondamentalmente divisa circa la possibilità d'utilizzo dell'azione di classe nel più generale ambito del diritto dei mercati finanziari.

A questo riguardo, è preliminarmente necessario svolgere talune considerazioni in merito alla (contestata) distinzione tra risparmiatore-investitore e consumatore[195].

In linea di massima la dicotomia "consumatore" - "professionista" (art. 18, lettere *a* e *b*, Codice del consumo) mal si attaglia a quella, su cui poggia l'intero sistema del diritto del mercato finanziario, tra "cliente" e "intermediario" (art. 26, comma 1, Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, d'ora in avanti "Regolamento Intermediari").

La figura del consumatore è ritagliata in negativo dal Codice del consumo: è tale, sempre e per forza, una persona fisica, la quale agisce per fini non rientranti nel quadro di un'attività d'impresa o professionale (così anche nella definizione generale dell'art. 3, comma 1, lettera *a*, Codice del Consumo). E gli si contrappone il "professionista", cioè un soggetto — persona fisica o giuridica — che agisce nel quadro della propria attività imprenditoriale o professionale o in nome o per conto di altro professionista.

---

[194] Intese restrittive della concorrenza e abusi di posizione dominante, prima o dopo l'accertamento per mano dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, potranno essere invocate da "classi di consumatori o utenti" che ritengano di essere stati lesi, seppur in via mediata, da tali comportamenti. Si pensi, ad esempio, alle intese tra aziende sulla formazione dei prezzi dei prodotti (cartello di prezzi) o posizioni dominanti che abbiamo causato un innalzamento del prezzo dei prodotti venduti. In questi casi i consumatori potranno avanzare azioni finalizzate alla restituzione (sotto la forma di risarcimento del danno) di quanto riescano a dimostrare di aver pagato in più rispetto a quello che sarebbe stato il prezzo formato in libera concorrenza.

[195] Seppure in una prospettiva più ampia cfr. il recente contributo di F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. "tipi" protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in www.agcm.it.

Il cliente destinatario di prestazione di servizi e attività di investimento è descritto invece — già nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, c.d. "Mifid", sia nell'attuazione datane dalla Consob, ai sensi dell'art. 6, comma 2, TUF, con il Regolamento Intermediari — in positivo: è la persona non solo fisica ma anche giuridica cui vengono prestati servizi di investimento o accessori (lettera *c* dell'art. 26, comma 1, Regolamento Intermediari). Può distinguersi in "cliente professionale", che soddisfa taluni requisiti indicati nell'allegato 3 al Regolamento Intermediari (sinteticamente altri intermediari finanziari, grandi imprese e investitori istituzionali: lettera *d* dell'art. 26, comma 1, cit.) e in "cliente al dettaglio", questo sì ritagliato in negativo, dovendosi per tale intendere un cliente diverso dal "cliente professionale" e dalla "controparte qualificata" (definita dall'art. 6, comma 2-*bis*, lettera *d*, TUF: in sintesi, operatori professionali nel settore finanziario, in quello della negoziazione di merci e di derivati su merci ovvero altri operatori qualificati da particolare esperienza).

Anche ristretta al "cliente al dettaglio", però, la nozione non è assimilabile a quella di "consumatore". Sono clienti al dettaglio di intermediari finanziari anche le persone giuridiche, e non solo le fisiche. E sono tali indipendentemente da qualunque rilievo del fatto che ricevano la prestazione di servizi di investimento o accessori per fini rientranti nel quadro della propria attività commerciale, industriale, artigianale o professionale[196].

Ciò non ostante, proprio alla luce delle recenti frodi si ritiene che l'inclusione degli investitori tra le categorie legittimate ad agire a tutela dei propri interessi tramite un'azione collettiva avrebbe potuto contribuire anche al ripristino della fiducia nel mercato con chiari effetti benefici all'economia in generale[197]. Occorre tuttavia considerare che:

i) i contratti per l'acquisto di servizi finanziari non sono disciplinati nel Codice del consumo, ma nel TUF;

ii) di solito l'investimento in strumenti finanziari è contraddistinto per la varietà dei tipi di investitori e le diverse scelte di investimento fanno

---

[196] Cfr. G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, 5, p. 720.

[197] L. FERRARESE, *Le norme statunitensi sulle azioni collettive: analisi comparativa con la normativa italiana e spunti di riflessione*, in *La resp. civ.*, 2008, p. 751.

venir meno un presupposto indispensabile per l'esercizio dell'azione collettiva, la serialità del danno[198];

iii) la tutela del risparmiatore non sembra recata dal Codice del consumo, quanto piuttosto dal TUF (art. 32-*bis*, introdotto dalla disciplina Mifid). Se così fosse, risulterebbe tuttavia evidente la esclusione dei risparmiatori dal perimetro di applicabilità dell'art. 140-*bis* Codice del consumo, posto che l'art. 32-*bis* del TUF riguarda al più l'azione collettiva inibitoria *(injunctive class action*), certo non quella risarcitoria (*damages class action*) oggetto appunto dell'art. 140-*bis*[199].

Nondimeno occorre ribadire che il tema degli investimenti, con tutte le problematiche che ha comportato, è stato uno dei motivi di impulso della nascita dell'azione collettiva nel nostro Paese, sicché numerose sono state le critiche rivolte alla tesi restrittiva, che lascia l'art. 140-*bis* fuori da questo ambito.

Secondo alcuni autori, i rapporti tra clienti e intermediari finanziari, forzando un po' la lettera della previsione normativa, potrebbero rientrare nelle pratiche commerciali scorrette, che vengono direttamente a incidere sulla concorrenza tra mercato e imprese[200].

Altri autori hanno sostenuto che non si dovrebbero avere troppe difficoltà ad ammettere la tutela collettiva risarcitoria, per lo meno nei confronti delle imprese di investimento che si legano a consumatori di servizi finanziari, dal momento che tali rapporti non sembrano poter prescindere dall'impiego a monte di schemi di formazione del contratto imperniati su formulari. Utilizzo che in parte è consequenziale all'esigenza di adeguarsi a regole settoriali finalizzate a garantire la correttezza e la trasparenza dell'operazione[201]. Secondo alcuni autori, in definitiva, non vi dovrebbero essere dubbi in merito alla compatibilità della

---

198 si veda M. PANUCCI, *La disciplina delle azioni collettive risarcitorie*, in *Fiscalità Finanza e Diritto d'Impresa,* marzo 2008.
199 G. CARRIERO, *Responsabilità delle imprese e interessi collettivi: spunti di riflessione*, *Riv. dir. pubbl. it. com. comp.*, 2008, 24, p. 1 ss.
200 D. AMADEI, *L'azione di classe italiana per la tutela dei diritti individuali omogenei*, in *www.Judicium.it*.
201 Così A. PALMIERI, *La class action da danno finanziario*, *Danno e resp.*, 2009, 4, p. 382.

tutela risarcitoria collettiva quanto alle pretese relative a contratti d'investimento conclusi mediante moduli e formulari[202].

Del resto, sebbene l'art. 140-*bis* faccia riferimento solo a consumatori e utenti e non ai risparmiatori, nel codice del consumo sono state introdotte regole sulla conclusione telematica dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, con la conseguenza che sarebbe del tutto infondata l'esclusione del "risparmio" dall'azione di classe. Senza contare il fatto che il risparmiatore nella prassi è un consumatore di servizi finanziari[203].

Vi è infine chi[204] pur ammettendo che la tutela collettiva è ammissibile per i *retail investors* – data la loro assimilabilità ai consumatori – mentre deve escludersi per gli investitori professionali in strumenti finanziari, ne auspica un'applicazione estensiva a tutti gli investitori, in quanto solo così l'azione di classe potrebbe servire da stimolo alla crescita di un moderno mercato finanziario, «aumentandone la capacità di attrazione di capitali anche dall'estero»[205], così come è avvenuto in USA in cui la *ratio* delle *class actions* è anche quella di «incrementare l'effetto deterrente nei confronti dei soggetti potenzialmente in grado di porre in essere delle frodi … nel mercato finanziario»[206].

Ciò per la ragione che da un lato, sul piano gius-politico, l'ammissibilità della *class action* da danno finanziario, avvicinerebbe il nostro ordinamento a legislazioni straniere (quella statunitense, *in primis*) in cui tale forma di azione è pacificamente ammessa; dall'altro lato, sul piano sistematico, si eviterebbe una contraddizione vistosa con la regola sancita dall'art. 32-*bis* del TUF che assicura una tutela collettiva degli investitori, consentendo l'esercizio dell'azione c.d. inibitoria da parte delle associazioni dei consumatori e degli utenti rappresentative a livello nazionale, ai sensi degli artt. 139 e 140 del Codice del

---

[202] Cfr. F. AROSSA, *Gli scomodi confini dell'azione collettiva risarcitoria all'italiana: diseconomie del suo ambito di applicazione*, in *AGE*, I, 2008, p. 38 e il recente contributo di C. CAVALLINI, *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. soc.*, 2010, 5, p. 1115 ss.

[203] Così G. ALPA, *L'azione collettiva risarcitoria. Alcune osservazioni di diritto sostanziale*, in *Corriere mer.*, 2008, 7, p. 769.

[204] Cfr. F. AROSSA, *Gli scomodi confini dell'azione collettiva risarcitoria all'italiana*, *cit.*, p. 32.

[205] Così R. LENER, *Le "class actions" scomparse*, in *AGE*, I, 2006, p. 136.

[206] Così E. BELLINI, *Class action e mercato finanziario: l'esperienza nordamericana*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 825. Cfr. anche F. EMANUELE, *La tutela collettiva risarcitoria: il modello italiano di class action*, Convegno di Roma, 24 novembre 2010 aula magna della Corte di Cassazione.

Consumo. In quest'ottica, ai fini della *class action* da danno finanziario, la categoria dei consumatori abbraccerebbe anche categorie più specifiche quali i risparmiatori, gli assicurati, gli investitori non professionali, lasciando fuori soltanto coloro che, pur avendo riportato un danno dall'atto illecito del professionista, non hanno alcun collegamento negoziale con lo stesso[207].

4.3.3. L'azione di classe non si applica alle materie regolate dal TUF.

A queste tesi sono state tuttavia fornite efficaci repliche che, di là dal dato meramente testuale, hanno valorizzato indubbie difficoltà di carattere sistematico nel riconoscere l'esperibilità della *class action* nell'ambito della disciplina regolata dal TUF (e dal TUB[208]).

Sul piano positivo, si è rilevato come siano estranei all'art. 140-*bis* anzitutto i rapporti che intercorrono tra società emittenti strumenti finanziari quotati e investitori in titoli di queste società rispetto all'azione di classe. Infatti, la diversità delle tipologie di investitori e delle scelte di investimento è inconciliabile con la situazione identica in cui devono trovarsi i soggetti lesi nei loro diritti contrattuali che, peraltro, ineriscono a rapporti già ampiamente disciplinati dalle disposizioni di settore del diritto societario e del TUF.

I rapporti società-investitori non sono assimilabili a quei processi di acquisto e consumo (art. 1 Codice del consumo) che intercorrono tra imprese e consumatori e che, in concreto, presuppongono un rapporto di scambio, vale a dire un'alterità soggettiva e negoziale tra i soggetti che ne sono parte. Nei rapporti società-investitori tali requisiti mancano: l'investitore, nel momento in cui acquista le azioni di una società, entra a far parte del contratto e della

---

[207] In senso adesivo, V. SANGIOVANNI, *Class action e tutela contrattuale degli investitori,* in *judicium.it.*

[208] G. ALPA, *L'art. 140-bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, in R*iv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, 2, p. 379: «E che dire dei diritti dei risparmiatori ormai per giurisprudenza consolidata (e non solo per orientamento pressoché univoco della dottrina) accomunati ai diritti dei consumatori, ma protetti in due testi unici, il t.u. bancario e il t.u. sulla intermediazione finanziaria, estranei al codice del consumo, salva la disciplina dei contratti a distanza di servizi finanziari? In quanto tali non si potrebbero proteggere con l'azione di classe, neppure se connessi ad un rapporto di credito al consumo, a meno che non si facciano rientrare, ma ad altro titolo, nella categoria dei "diritti contrattuali" […]».

compagine sociale e non si colloca, pertanto, su un piano distinto rispetto a quello dell'impresa.

Su un piano strettamente normativo, l'azione di classe sembrerebbe quindi incompatibile con i rimedi tipici previsti dal codice civile in materia societaria. Pur volendo ipotizzare, infatti, un'azione promossa dai soci/consumatori (dando quindi per scontato ciò che non è, ovvero l'assimilabilità di queste due categorie) nei confronti degli amministratori, nelle forme dell'azione sociale di responsabilità ex artt. 2393 e 2393-*bis* cod. civ., per far valere eventuali violazioni dei doveri di gestione, l'iniziativa sarebbe incompatibile con l'ambito applicativo della *class action*, poiché si tratterebbe di un'azione promossa dalla società. Se, invece, il giudizio di classe venisse promosso nelle forme dell'azione individuale, ex art. 2395 cod. civ., per i danni subiti direttamente dai soci nei loro patrimoni personali, essa avrebbe a oggetto illeciti extracontrattuali e, per questo motivo, esclusi dall'ambito oggettivo del nuovo art. 140-*bis*.

Sempre sul piano normativo, con specifico riferimento ai rapporti tra intermediari e clienti si è rilevato come l'art. 32-*bis* del TUF assegni alle associazioni dei consumatori la legittimazione ad agire per la tutela degli interessi collettivi degli investitori, al fine di inibire atti e comportamenti lesivi posti in essere in esecuzione di specifici rapporti: servizi di investimento, servizi accessori, gestione collettiva del risparmio, senza espliciti richiami all'art. 140-*bis* cod. cons.; mancato richiamo dovuto alla considerazione che l'azione inibitoria prevista nel TUF è posta a tutela di interessi collettivi degli investitori, mentre l'azione di classe tutela diritti individuali.

In questa prospettiva, allora, proprio l'interesse all'*integrità del mercato* – peraltro specificamente assistito da sanzioni penali e amministrative – costituisce interesse collettivo per eccellenza, sicché non ne sembra configurabile una tutela mercé l'azione collettiva risarcitoria (azione collettiva che, comunque, apparirebbe difficile da ipotizzare posto che le lesioni all'*integrità del mercato* sembrerebbero in massima parte tutelabili solo in via extracontrattuale e tale forma di responsabilità, come visto, può essere fatta valere ai sensi dell'art. 140-*bis* solo in casi limitati).

Sul piano sistematico, potrebbe in ogni caso essere inopportuno il concorso della regolazione a monte e dell'iniziativa giurisdizionale a valle, in quanto produce un eccesso di deterrenza di cui il consumatore non beneficia[209]. Si tratta di un monito anche per il nostro ordinamento, che dovrebbe essere tenuto nella massima considerazione anche rispetto ai rapporti tra i clienti e le banche, soprattutto alla luce del nuoco art. 127 TUB, al quale ho dedicato il par. 3.2.[210].

L'esclusione dell'esperibilità dell'azione collettiva risarcitoria nell'ambito del diritto dei mercati finanziari a tutela dell'interesse all'*integrità del mercato*, dunque l'impossibilità di ricorrere a tale strumento per quei comportamenti, riconducibili a omesse o false informazioni alla clientela da parte degli intermediari, ovvero a fatti di abuso o manipolazione del mercato commessi anzitutto dagli emittenti e dai loro esponenti che ledono la fiducia sul corretto funzionamento del mercato, inducono a verificare se residui uno spazio per azioni individuali per responsabilità civile.

Nell'impossibilità di offrire una panoramica completa di tutte le possibili occasioni nelle quali, appunto a livello individuale, è ipotizzabile il ricorso alla responsabilità civile a tutela dell'*integrità del mercato* nell'ambito dei mercati finanziari, ai seguenti paragrafi affronterò questa tematica con specifico riferimento al danno derivante da omesse o false informazioni sul mercato secondario e al danno derivante da fatti d'*insider trading*.

Mi sembra questo, infatti, un angolo prospettico che consente di valorizzare al meglio la funzione della nozione d'*integrità del mercato*, quale interesse collettivo «alla fiducia» nel corretto funzionamento del mercato, la tutela del quale costruisce precondizione per l'efficienza del mercato medesimo.

---

[209] In tale prospettiva, ad esempio, una recente sentenza delle suprema corte statunitense (*Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific Atlanta Inc.*), ha negato il diritto degli investitori a ricorrere a una *class action*, ritenendo gli strumenti pubblicistici, e in particolare i poteri sanzionatori attribuiti alla SEC, quale autorità di regolazione del mercato azionario, siano più che sufficienti ad assolvere una funzione di deterrenza nel mercato. A tale pronuncia sarà dedicata approfondita disamina *infra*.

[210] Cfr. ZOPPINI *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, *cit.*, p. 11.

5. Danno all'*integrità del mercato* (secondario) e responsabilità civile.

Come anticipato, il tema della responsabilità civile per danni arrecati al valore degli strumenti finanziari quotati in conseguenza di false o omesse informazioni appare di assoluta centralità nell'economia della presente trattazione giacché consente di "tirare le fila" del discorso e, segnatamente, verificare in concreto:

i) se e in che termini possa discorrersi di danno all'*integrità del mercato*. A questo fine assumerà un rilievo centrale la teorizzazione e i limiti sopra evidenziati della ipotesi dei mercati efficienti;

ii) se e in che termini rispetto ad un danno che colpisce quello che si è definito come un interesse superindividuale possa predicarsi un diritto al risarcimento;

iii) quale, a quest'ultimo riguardo, siano le implicazioni derivanti dalla teorica che impone di affiancare all'azione delle autorità pubbliche opportuni rimedi di *private enforcement*.

Come noto, il TUF e il regolamento emittenti impongono agli emittenti medesimi un obbligo di informazione societaria continua nei confronti della massa indifferenziata degli investitori, attuali o potenziali, al fine di garantire la correttezza e la trasparenza del mercato.

La *ratio* di tali doveri di *disclosure* si rinviene sul piano giuspolitico ed al di là di ogni considerazione empirica in merito al reale funzionamento del mercato nella rilevanza delle informazioni per la formazione del prezzo. Suo presupposto è anzi che a tale formazione si contribuisca solo quando l'informazione è resa pubblica e che, fino a tale momento, si ha una divergenza tra il prezzo di mercato e quello che si sarebbe avuto se fosse stato rispettato l'obbligo imposto dall'ordinamento. Come detto, tale scelta politica non tanto muove da un'ipotesi di «efficienza» del mercato, quanto *vuole* realizzarla.

Quanto affermato si spiega evidentemente con la circostanza che, sul piano economico, come ampiamente illustrato al cap. 2.2. e ben evidenziato dagli ultimi studi di *behavioral economics*, mercati efficienti in quanto tali non esistono *in rerum natura*: l'efficienza è allora una aspirazione dell'ordinamento[211].

In questa prospettiva, si intuisce l'interesse di trattare in questa sede esclusivamente delle responsabilità che possono derivare da omesse informazioni sul mercato secondario[212]: la questione della responsabilità sul mercato secondario riguarda infatti comportamenti degli amministratori che, a differenza dell'ipotesi della responsabilità da prospetto, non li pongono direttamente in contatto con i potenziali titolari dell'azione risarcitoria, non sono direttamente volti ad indurli a compiere determinate scelte (eventualmente dannose), ma indirettamente le influenzano per il tramite di una valutazione ad opera del mercato. Queste ipotesi di illecito riguardano dunque oggettivamente ed impersonalmente il mercato (mentre il problema risarcitorio si pone, come ovvio, con riferimento a danni individuali). E sono ipotesi che, a mio avviso, paradigmaticamente possono arrecare danni all'investitore mediatamente attraverso l'offesa all'interesse, definito nella presente trattazione come *integrità del mercato*, alla conservazione della fiducia degli attori del mercato, fiducia che ne alimenta il corretto funzionamento e ne assicura potenzialmente l'efficienza.

5.1.1. Le specie di danni da diffusione di informazioni non corrette sul mercato finanziario.

---

[211] Si ricordi l'*efficiency paradox*: il rilievo cioè che, se una situazione può essere definita di equilibrio quando i prezzi sono tali da eliminare ogni possibilità di *arbitrage*, essa risulta impossibile in una economia concorrenziale, non lasciando alcuno spazio per ricavare guadagni; e che quindi, se i prezzi fossero in grado di riflettere tutte le informazioni disponibili, non vi sarebbe alcuna ragione economica per affrontare costi informativi.

[212] Per quanto riguarda il mercato primario, in definitiva le operazioni di *IPO*, la questione è ormai ben nota e s'impernia essenzialmente sulla disciplina della responsabilità da prospetto. Essa si caratterizza, dal punto di vista che qui interessa, per la circostanza che ancora non è presente un valore di mercato, nel senso di prezzo che il mercato determina autonomamente mediante i propri meccanismi; e si caratterizza inoltre in quanto un problema di responsabilità della società e/o dei suoi amministratori si pone riguardo ad una vicenda nella quale essi instaurano, pur con varietà di forme tecniche, un rapporto diretto con gli investitori. In generale, sulla responsabilità da prospetto v., tra i numerosissimi contributi, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto: informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986 e, più di recente, E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità civile* diretto da Visintini, 2, Padova, 2009, p. 793 ss.

La diffusione di informazioni non corrette sul mercato finanziario da parte degli emittenti (direttamente o indirettamente) può causare un danno agli investitori attuali (soci o altri sottoscrittori o acquirenti di strumenti finanziari diversi dalle azioni) o potenziali (terzi che non hanno ancora sottoscritto alcuno strumento finanziario).

Il danno si verifica generalmente in un momento successivo alla diffusione, allorquando risulta che le informazioni non erano corrette, e consiste nella diminuzione del patrimonio di coloro i quali hanno utilizzato l'informazione, ponendo o non ponendo in essere operazioni di investimento o disinvestimento.

Più in dettaglio, gli investitori attuali possono subire un danno che consiste nel costo dell'investimento ulteriore o nel mancato disinvestimento, se le informazioni non corrette diffuse rappresentano una situazione patrimoniale e finanziaria della società migliore di quella reale (è il caso più comune); oppure, nel disinvestimento, se invece le informazioni rappresentano una situazione della società peggiore di quella reale oppure sono poco chiare e quindi causano incertezza circa le reali condizioni patrimoniali e finanziarie della società.

Il danno degli investitori potenziali consiste invece nel costo dell'investimento (acquisto o sottoscrizione di strumenti finanziari a un prezzo superiore rispetto al loro valore reale), se le informazioni rappresentano una situazione della società migliore di quella effettiva.

Infine, se le informazioni non sono corrette in quanto incomplete oppure poco chiare, sia gli investitori attuali che potenziali possono subire un danno che consiste nel mancato investimento, nel caso, in verità teorico, in cui l'incompletezza delle informazioni occulti una buona condizione patrimoniale della società e non consenta la formazione della volontà di sottoscrivere o acquistare strumenti finanziari.

Si consideri che il termine "investimento" comprende sia la sottoscrizione (allorché controparte dell'investitore è la società) che l'acquisto degli strumenti finanziari (allorché controparte dell'investitore è un altro investitore, l'operazione cioè è posta in essere sul mercato secondario)[213].

---

[213] È utile sin d'ora rammentare che la giurisprudenza ha ammesso la risarcibilità del danno da informazione per l'intera tipologia classificata (danno da investimento, disinvestimento, mancato

Nella prospettiva che rileva in questa sede, si utilizerà il termine "investimento" solo con riferimento alla seconda accezione. Essa pone come è intuibile una serie rilevante di problemi:

i) quello della risarcibilità di «danni meramente patrimoniali», evidenziato in forma estrema nel caso che ci occupa. Con la conseguenza che una soluzione indiscriminatamente positiva potrebbe condurre ad obblighi risarcitori neppure astrattamente prevedibili, neanche per quanto concerne la possibilità di preventiva individuazione dei soggetti titolari di un diritto al risarcimento e della dimensione delle sue implicazioni economiche[214];

---

investimento o mancato disinvestimento). Ai singoli *soci* è stato riconosciuto il diritto al risarcimento del danno consistente: 1) nella sottoscrizione di un aumento del capitale sociale (danno per investimento ulteriore) a seguito della redazione di un bilancio artefatto. Il bilancio rappresentava una situazione patrimoniale della società migliore di quella effettiva: cfr. Trib. Milano 22 settembre 1986, in *Le Società*, 1987, I, p. 162. La possibilità che tale tipo di danno si verifichi è stata riconosciuta inoltre, incidentalmente, in Trib. Napoli, 16 giugno 1986, in *Le Società*, 1986, II, p. 1345; 2) nella mancata sottoscrizione di un aumento di capitale sociale (danno per mancato investimento) Questo tipo di danno è solo ipotizzato in Trib. Napoli, 16 giugno 1986, *cit.*, con riferimento ad una condotta illecita consistente nella falsa, omessa o insufficiente informazione dei soci in occasione di un aumento del capitale sociale; 3) nella mancata cessione delle azioni (danno per mancato disinvestimento) Cfr.: Trib. Milano 29 aprile 1999, Fingem c. Ferruzzi, Price Waterhouse e altri, in cui il danno risarcibile è consistito "nel mantenimento dell'investimento" dovuto alla falsa rappresentazione della situazione patrimoniale nella documentazione sociale; Trib. Milano 29 settembre 1983 (ord.), in *Giur. comm.*, 1984, II, p. 42 in cui i soci di fronte a bilanci costantemente in attivo, ma falsi e sostanzialmente in perdita "si astennero dal negoziare i titoli in loro possesso (prima del totale azzeramento del loro valore) proprio perché tratti in inganno da quelle comunicazioni sociali non veritiere"; 4) nel caso di bilancio che sottovalutava il patrimonio sociale è stata riconosciuta la risarcibilità del danno del socio che aveva ceduto il proprio pacchetto azionario ad un prezzo inferiore al suo effettivo valore patrimoniale netto (danno da disinvestimento) Trib. Chiavari 18 gennaio 1993, in *Le Società*, 1993, p. 823.
Per quanto riguarda i *terzi*, è stato riconosciuto il diritto al risarcimento del danno: 1) nel caso di sottoscrizione di titoli della società emittente sulla base delle informazioni contenute in un bilancio o in altre comunicazioni sociali non corrette (danno da investimento). Cfr. Trib. Milano 29 aprile 1999, *cit.*; 2) nel caso di acquisto dei titoli sul mercato (danno da investimento). Cfr. App. Milano 8 luglio 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 532; Cass. 3 dicembre 1984 n. 6300, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1985, I, p. 437. In entrambi i casi il danno era stato subito a seguito di un'operazione (rispettivamente, acquisto di una partecipazione sociale e concessione di un finanziamento con contestuale costituzione di pegno sulle azioni) poste in essere sul mercato, avendo come controparti un altro investitore (un socio).

[214] Il primo problema è appunto relativo alla circostanza che il danno subito dagli investitori per omesse o false informazioni sul mercato secondario, è un danno che si riverbera sugli investitori medesimi solo indirettamente: la mancanza di informazioni colpisce invece direttamente l'*integrità del mercato*. Come riconosciuto da un illustre studioso, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, *cit.*, pp. 17-18, «una valutazione dei problemi derivanti dalla caratteristica delle vicende considerate che proporrei di chiamare "impersonalità". Una "impersonalità" che riguarda sia i modi di produzione del danno, poiché come detto "mediato" dal mercato, sia le caratteristiche del danno stesso, che è il mercato appunto a definire, sia infine la posizione degli stessi danneggiati, che sembra assumere rilievo non con riferimento ai loro interessi individuali, bensì alla loro collocazione oggettiva nel mercato.

ii) quello, operata la scelta di imporre alle società quotate obblighi informativi per il mercato, se soluzione più efficiente per ottenerne la realizzazione sia quella che ne concentra ed esaurisce gli strumenti nei compiti delle autorità di vigilanza (su un piano quindi sostanzialmente pubblicistico) oppure a tali compiti sia opportuno affiancare strumenti di *private enforcement*, come invero e con opportune cautele si ritiene preferibile.

5.1.2. La responsabilità sul mercato secondario negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti[215] il diritto al risarcimento dei danni subiti dagli investitori sul mercato secondario è stato, dapprima, dedotto in via interpretativa dalla clausola generale contenuta nella rule 10b-5 emanata dalla SEC in forza dei poteri attribuitigli dall'*Exchange act* del 1934 – trattasi quindi di diritto di creazione giurisprudenziale – e, poi, è stato formalizzato all'interno del *Private Securities litigation reform act* del 1995[216]. A supporto del riconoscimento di tale diritto si è da sempre sostenuto che le azioni private forniscono un indispensabile aiuto alla SEC che da sola non avrebbe risorse e possibilità per perseguire tutti gli illeciti[217].

Né vi è forse bisogno di sottolineare trattarsi di un capitolo, tra i tanti, di un tema ben più ampio: quello che concerne la dialettica tra un sistema privatistico fondamentalmente imperniato su una considerazione del soggetto, rilevando allora in larga misura le sue posizioni individualistiche e soggettive, e fattispecie che sembrano invece richiedere valutazioni essenzialmente oggettive. Nelle vicende in esame tutti i protagonisti si presentano in modo "impersonale": la società, che è evidentemente persona solo in senso metaforico; il mercato finanziario, di cui è tipico lo svolgersi in forma anonima; e l'azionista-investitore, il cui interesse si puntualizza e si esaurisce nel valore oggettivo dell'investimento e, in questo contesto, non sembra poter essere riferito al suo significato per il patrimonio personale dell'investitore stesso».

[215] Per il quale ci si avvarrà dei contributi che più ampiamente hanno dato atto dello stato dell'arte in questo Paese: GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, *cit.*, *passim* e PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, *cit.*, *passim*.

[216] Con il riconoscimento legislativo dell'azione sono state peraltro introdotte anche talune limitazioni prima inesistenti. La riforma ha per esempio introdotto la *proportionate liability* ogni convenuto risponde solo per la porzione di danno equivalente alla percentuale della specifica responsabilità nel fatto. La responsabilità solidale ed illimitata rimane solamente per i soggetti che abbiano consapevolmente (*knowingly*) violato *securities laws*, mettendo così parzialmente al riparo i revisori dal contenzioso speculativo.

[217] il problema politico centrale che la giurisprudenza americana ha risolto affermativamente è se non solo imporre alle società quotate doveri concernenti l'*integrità del mercato*, con l'attribuzione alle autorità di vigilanza di funzioni di controllo e sanzionatorie, ma anche riconoscere pretese direttamente azionabili da parte dei singoli investitori. V. *Basic Inc.* v. *Levin-son*, 485 U.SG. 224 (1988), dove si legge "Judicial interpretation and application, legislative acquiescence, and the passage of time have removed any doubt that a private cause of action exists for a violation of §

Quanto ai criteri di imputazione di tale responsabilità, per risolvere i problemi relativi al nesso di causa tra informazione inesatta e danno patrimoniale, la giurisprudenza americana è tradizionalmente ricorsa al criterio dell'affidamento, con esclusione quindi dall'area del danno risarcibile di quelle informazioni sulle quali l'investitore non avrebbe comunque potuto/voluto contare. Questa tesi ha poi avuto una ulteriore evoluzione con l'elaborazione della c.d. *fraud on the market theory*[218], sulla base della quale gli investitori, nelle cause fondate sulla diffusione di false informazioni sul mercato secondario, non sono tenuti a fornire prova del concreto affidamento che hanno riposto sull'informazione inveritiera[219]. Ciò sulla base della presunzione che tale informazione sia stata perfettamente riflessa nei prezzi del titolo al momento della contrattazione: presunzione fondata sull'assunto che il mercato sia efficiente almeno nella versione semiforte[220].

Sicché, qualora al mercato siano state fornite informazioni non vere e sia dimostrabile che ne sia derivata un'alterazione del prezzo, la giurisprudenza

---

10(b) and Rule 10b-5, and constitutes an essential tool for enforcement of the 1934 Act's requirements".

[218] Consacrata dalla Suprema corte nella giurisprudenza citata alla nota precedente.

[219] Tale teoria, in effetti elaborata al fine di risolvere specifici problemi processuali delle *securities class actions* del diritto americano, e quindi di per sé non direttamente applicabile in altri contesti, vuole essenzialmente agevolare la prova del requisito della *reliance* che nella *common law* si richiede per il *tort on deceit* nel caso di *misrepresentation;* e ciò compie, con l'avallo di importanti interventi giurisprudenziali. Al riguardo meritano soprattutto di essere ricordate due decisioni della Suprema Corte: quella, per alcuni aspetti anticipata nella sentenza *Affiliated Ute Citizens of Utah* v. *United States*, 406 U.S. 128 (1972) (ove si ritenne sufficiente la prova che un ragionevole investitore avrebbe ritenuto *material* l'informazione) nel caso *Basic, Inc.* v. *Levin-son*, 485 U.SG. 224 (1988), che per lungo tempo è stato al centro del dibattito giurisprudenziale e dottrinario; e quella nel caso *Dura Pharmaceutical, Inc.* v. *Broudo*, 544 U.SG. 336 (2005), che sembra correggere alcuni dei risultati della prima e perciò viene ora ampiamente discussa. ritenendo che nel caso di *fraud-on-the-market* la *reliance* in effetti rilevante e che sarebbe corretto presumere non è quella riferita ad uno specifico fatto informativo, bensì alla *integrità del mercato* e di conseguenza alla correttezza del processo di decodificazione mediante il quale viene formato il prezzo: per esprimerci sinteticamente alla *correttezza del prezzo*.
In altri termini l'affidamento dell'investitore è tutelato non rispetto alla specifica informazione rilasciata dall'emittente, bensì alla correttezza della quotazione del relativo strumento finanziario. sul punto, per tutti, C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 270 ss.

[220] In realtà il successo della teoria, ben al di là del suo concreto fondamento, è dovuto ad una ragione eminentemente pratica relativa al modo di funzionamento delle *class action* negli USA: poiché, per formare una *classe,* occorre che sia accertata l'esistenza di elementi di fatto e di diritto comuni alle pretese di tutti i componenti della classe, grazie alla teoria della *fraud on the market* questo problema risulta ampiamente semplificato giacché il giudice può presumere che l'informazione sia stata incorporata nel prezzo del titolo, che è diventato il vettore della frode.

d'oltreoceano presume che chi in tale situazione abbia negoziato le azioni sia stato per così dire tradito nel suo affidamento.

Come si vede, di là da ogni valutazione di merito, è questa una prospettiva che tenta di dar conto della mediazione che il mercato svolge tra l'atto di disinformazione e l'investitore in ipotesi danneggiato[221].

Occorre dar conto del fatto che alla teoria in discorso sono stati mossi tre rilievi fondamentali. In primo luogo, muovendo dalla considerazione che, in realtà, sarebbero proprio gli *informed traders* a essere interessati alla protezione offerta dai controlli sulla qualità dell'informazione e non gli investitori comuni che non fanno affidamento su ricerche o analisi, nonché dalla constatazione che la *fraud on the market theory* aveva aumentato considerevolmente il numero della *class action* con effetti di *overdeterrence*, si è proposto di tornare alla vecchia tesi della *reliance*, con onere della prova a carico dell'attore[222].

In secondo luogo, tenuto conto che la *fraud on the market theory* semplifica eccessivamente la ricostruzione del nesso di causa, si è proposto di valorizzare i due tradizionali criteri della *transaction causation* (vale a dire la prova del nesso di causa tra falsa informazione e decisione di perfezionare il contratto) e della *loss causation* (vale a dire il nesso di causa tra informazione falsa e danno, nel senso che il responsabile risponde soltanto dei danni che sono stati conseguenza diretta della falsa informazione e, dunque, prevedibili) al fine di evitare che i tribunali possano liquidare danni c.d. invisibili perché in realtà dovuti ad altre e diverse ragioni non correlate con la falsa informazione. Questa tesi è stata del resto accolta anche dalla Corte suprema che ha stabilito come per l'attore non fosse sufficiente la prova dell'esistenza di false informazioni, gravando su di lui anche l'onere di provare la relazione causale tra danno e informazione falsa[223].

In terzo e ultimo luogo, si è rilevato come la *fraud on the market theory* provochi il c.d. *circularity problem*: un obbligo risarcitorio della società viene in

---

[221] Il che del resto viene espressamente affermato dalla Corte nel caso *Basic*, quando osserva (in 488 U.S. 224, 244) che «the market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of stock is worth the market price».

[222] P. G. MAHONEY, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va. L. Rev.*, 78, 1992, p. 623.

[223] Si v. Dura Pharmaceuticals v. Broudo, 125 S. ct. 1627 (2005), e M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud on the Market Actions*, *J. Corp. L.*, 31, 2005, p. 829.

definitiva a incidere, se non altro di riflesso, sulla posizione economica dei soci che si troverebbero in ultima analisi a dover risarcire se stessi. Con la conseguenza che al netto si avrebbe una generale perdita di ricchezza per effetto dei costi e delle spese del giudizio[224].

5.1.3. I criteri di imputazione della responsabilità nel nostro ordinamento.

Quanto ai criteri di imputazione della responsabilità da false informazioni sul mercato secondario nell'ambito del nostro ordinamento[225], la dottrina e la giurisprudenza maggioritarie considerano la diffusione di informazioni inesatte sul mercato secondario (o la mancata comunicazione al pubblico di informazioni dovute) un illecito extracontrattuale[226]. Tra gli enunciati normativi considerati rilevanti spicca indubbiamente l'art. 2395 cod. civ., ritenuto espressione di un più generale illecito da inesatte od omesse informazioni estensibile anche al mercato secondario[227].

---

[224] Il punto è soprattutto evidenziato, per lo più in un discorso *de iure condendo*, dalla letteratura statunitense e costituisce uno degli elementi del dibattito in merito all'opportunità oppure no, in termini di benessere economico generale, della soluzione che ammette, e mediante *class actions*, *private securities litigations*: cfr. per tutti, in vario senso, J.C. COFFEE JR., *Reforming*, *cit.*, spec. p. 1556 ss.; J.E. FISCH, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, in *Wis. L. Rev.*, 2009, p. 333; M.B. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in *Col. L. Rev.*, 109, 2009, p. 237 ss.

[225] Su questo tema si v., tra gli altri, U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, 1988, p. 83; S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000; S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. impr.*, 2001, p. 1287; A. DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli, 2004; F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, p. 539, a p. 572; G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1996; A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 1, 2002, p. 209, a pp. 226-228. In giurisprudenza le pronunce non sono numerose. Si rammentano Tribunale Milano 22 luglio 2010, in *Giur. it.*, 2011, p. 1079 con nota di R. WEIGMANN, Trib. Milano 21 ottobre 1999, in *Giur. it.*, 2000, p. 554; Corte Appello Milano, 7 luglio 1999, in *Banca bors. tit. cred.*, 2003, II, p. 320; Tribunale Milano 24 agosto 2002, in *Foro padano* 2002, p. 612; infine, sebbene formalmente relativa ad un caso di *insider trading*, Tribunale di Milano 14 febbraio 2004, in *Foro it.*, 2004, I, c. 1581 con nota di G. CARRIERO.

[226] Cfr. autori citati alla nota precedente.

[227] Cfr., in particolare, tra gli scritti più risalenti G. MINERVINI, *Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni (artt. 2394 e 2395 cod. civ.)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 218, che osserva come «[...] i compilatori della norma che oggi è l'art. 2395, palesemente ebbero sott'occhio la fattispecie, per un quarantennio dibattutissima e realmente assurta a "caso tipico", del danno cagionato dagli amministratori a terzi con l'indurli alla sottoscrizione o all'acquisto di azioni a prezzo "insostenibile", mediante la redazione di bilanci falsi o artificiosi».

L'art. 2395 cod. civ. costituisce, pertanto, la principale norma di responsabilità da informazioni inesatte diffuse sul mercato secondario. Essa consente all'investitore di agire contro l'amministratore e contro la società.

Le tesi contrarie alla ricostruzione in termini di responsabilità extracontrattuale sono capeggiate dall'autorevole voce di Castronovo, secondo cui la responsabilità da informazione non veritiera sarebbe una responsabilità di stato, che dà luogo a un particolare tipo di responsabilità contrattuale, diversa dalla responsabilità da inadempimento: si tratterebbe della responsabilità da obbligazione senza prestazione, in forza della quale il soggetto qualificato dal particolare *status* professionale «è tenuto verso i terzi alla perizia e diligenza previste dall'art. 1176 cod. civ., anche se non è obbligato a nessuna prestazione nei confronti di colui che ha chiesto l'informazione»[228].

La critica a queste tesi da parte di chi ha affrontato la materia dalla prospettiva della disciplina dell'informazione obbligatoria gravante sugli emittenti si concentra sul fatto che «centro di gravità dell'intera ricostruzione risulta destinato ad essere, dunque, l'affidamento ingenerato nel pubblico degli investitori dalla qualità professionale del dichiarante», affidamento che invece generalmente manca, perché solo gli investitori professionali leggono ed elaborano le informazioni[229].

Tuttavia, anche le tesi fondate sulla responsabilità extracontrattuale non si discostano dal criterio dell'affidamento sulla qualità di chi fornisce le informazioni, come mostra una delle più note formulazioni espresse in materia[230]. Le reali differenze tra le due formule si apprezzano pertanto più su un piano dogmatico generale, relativo alla possibilità e necessità di introdurre una

---

In argomento, anche G. OSTI, *Sull'azione dei creditori e dei terzi contro gli amministratori di società per azioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1955, p. 808; A. MIGNOLI - R. NOBILI, *Amministratori (di società)*, in *Enc. dir.*, vol. II, Milano 1958, p. 144; e più recentemente G. FRÈ, G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja, G. Branca, I, Bologna- Roma, Zanichelli, 1997, p. 867 ss., via via sino a F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano 2004, p. 215, che colloca la vendita di azioni in base a falsi bilanci di riferimento al primo posto della casistica di azioni fondate sull'art. 2395 cod. civ.

[228] C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3, Milano, 2006, p. 492 ss. Seguono la ricostruzione di Castronovo, in particolare, REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, p. 193 ss; A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE* 1, 2002, p. 209, a pp. 226-228.

[229] PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, *cit.*, p. 168.

[230] BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, p. 573 ss.

categoria come quella dell'obbligazione senza prestazione dal nostro diritto positivo.

La presenza dell'art. 2395 cod. civ. certamente gioca a favore della tesi seguita dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza[231].

Vero è, evidentemente, che sul piano delle conseguenze la tesi della responsabilità da obbligazione senza prestazione consente di porre su chi ha diffuso informazioni inesatte l'onere della prova circa l'osservanza degli standard di diligenza richiesti ed eventualmente circa l'inesistenza di nesso eziologico tra informazioni e danno. Diversamente, la ricostruzione maggioritaria in termini di responsabilità aquiliana imporrebbe all'investitore di fornire prova sia del dolo o della colpa dell'emittente sia del nesso di causa.

Non di meno la dottrina[232] che segue la tesi maggioritaria della responsabilità extracontrattuale ha posto in luce che è senz'altro possibile ricorrere a presunzioni di colpa anche in nome della rilevanza di una più effettiva e adeguata tutela degli investitori. Una corretta interpretazione e applicazione dei principi sottesi alla legislazione in materia finanziaria che tenga conto delle caratteristiche del mercato di riferimento consente di enucleare delle presunzioni relative in materia di elemento soggettivo e nesso di causalità che possono risolversi, in fin dei conti, in un rovesciamento dell'onere della prova a favore dei risparmiatori danneggiati. La prova dello stato soggettivo (di conoscenza o conoscibilità della non correttezza delle informazioni) può farsi discendere automaticamente dalla valutazione oggettiva del risultato della condotta, ossia la diffusione di informazioni false, incomplete o oscure, che realizza direttamente la violazione delle norme di legge. La dottrina discorre di colpa *oggettiva* giacché il suo accertamento prescinde dalla dimensione mentale e dipende invece «dall'obiettivo contrasto tra il comportamento dell'agente e

---

[231] Vista la portata dell'art. 2395 cod. civ., peraltro, con riguardo agli emittenti l'unico momento significativo di applicazione dell'art. 2043 cod. civ. al posto dell'art. 2395 cod. civ. può essere quello relativo alla diffusione di informazioni non vere effettuata da persone fisiche diverse dagli amministratori (es. dirigenti), fattispecie nella quale gli amministratori potrebbero in ipotesi andare esenti da responsabilità personale e la responsabilità dell'emittente andrebbe tratta invocando, appunto, i principi generali (artt. 2043 e 2049 cod. civ.).

[232] GIUDICI, *La responsabilità civile nel mercato finanziario*, *cit.*, p. 277.

l'obbligo imposto dalla norma»[233]. Perciò la violazione dei doveri di veridicità, correttezza e chiarezza vale, oltre che come condotta illecita, come colpa fondante la responsabilità aquiliana dell'agente: la disciplina sulla trasparenza delinea un modello di comportamento cui gli emittenti devono uniformarsi. I risparmiatori individuano la violazione di legge e sarà compito dei giudici valutare oggettivamente la condotta dell'emittente raffrontandola ai doveri di legge: la colpa consiste nella deviazione dal modello di trasparenza contemplato dal legislatore[234].

Del resto, anche argomentando per via analogica da quanto previsto dall'art. 94 TUF in tema di prospetto, non sarebbe irragionevole derivarne che la prova della diligenza debba in realtà gravare sul convenuto.

A quest'ultimo riguardo, occorre sottolineare come, se fosse l'investitore a dovere fornire la prova del livello di diligenza che l'emittente avrebbe dovuto seguire e, quindi, della sua colpa, l'investitore dovrebbe avere accesso a informazioni che sono nelle mani dell'emittente o dell'autorità di vigilanza.

Il punto è che, quanto alla documentazione in mano all'emittente, non esistono in Italia meccanismi assimilabili alla *discovery* americana. A ciò si aggiunga che, mentre negli Stati Uniti l'attore civile può accedere agevolmente alle informazioni raccolte dalla SEC, in Italia ciò è precluso dalla rigida interpretazione dell'art. 4, comma 10 TUF, sposata dalla recente sentenza della Corte Costituzionale 26 gennaio 2005, n. 32[235].

È allora evidente che la prospettata tesi dell'inversione dell'onere della prova è indispensabile per assicurare un minimo di effettività alla tutela

---

[233] Cfr. P.G. MONATERI, *Le fonti dell'obbligazione. La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. civ.*, III, diretto da R. Sacco, Torino 1998, p. 92.

[234] Questa nozione di colpa oggettiva, intesa quale violazione oggettiva dai doveri di trasparenza, teorizzata dalla dottrina non solo italiana, è stata già implicitamente espressa dalla giurisprudenza: varie sentenze, intervenute in materia di bilancio, hanno desunto dall'inserimento di un'informazione non corretta (la cui individuazione spetta all'investitore danneggiato) in violazione dei principi di trasparenza, automaticamente, la prova dell'elemento soggettivo. In App. Milano 8 luglio 1997, *cit.*, p. 538, i giudici accertata l'oggettiva falsità del bilancio hanno ritenuto sussistere l'illecito degli amministratori convenuti affermando che «E' sufficiente la accertata, necessariamente colposa, violazione da parte dei tre amministratori dei doveri ed obblighi loro imposti dalla normativa dei bilanci». Nello stesso senso: Pretura Roma, 30 aprile 1982, in *Dir. fall.*, 1982, II, p. 1266 ha affermato che le valutazioni sulla regolarità del bilancio devono applicare il criterio della ragionevolezza (che è uno standard oggettivo) prescindendo da valutazioni circa lo stato soggettivo.

[235] Sulla quale, cfr. F. TIRIO, *La Consob e il segreto d'ufficio*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2005, II, p. 360 e F. CAPRIGLIONE, *Accesso ex lege n. 241 del 1990 e "diritto di difesa"*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2005, II, p. 605.

dell'investitore, sebbene comunque non garantisca gli stessi risultati pratici della *discovery* processuale americana potendo il convenuto selezionare le prove da offrire a propria discolpa e nascondere eventuali prove contrarie[236].

---

[236] Pare opportuno approfondire la tematica con alcune considerazioni. Il sistema processuale civile degli U.S.A. prevede regole molto diverse dalle nostre in materia di esibizione dei documenti.
Più in particolare, l'art. 26 delle *Federal Rules of Civil Procedure* degli U.S.A. impone una *discovery* totale (salvo limitate eccezioni) dei documenti detenuti dalle parti; tale *discovery*, peraltro, è imposta già in una fase pre-processuale. In capo alle parti sta quindi un vero e proprio *duty of disclosure* assolutamente ignoto al nostro ordinamento.
Inoltre, il meccanismo della *discovery* non è limitato alla documentazione in possesso delle parti: esso è molto più incisivo. È consentito alle parti, infatti, di ottenere testimonianze o documenti da terzi e addirittura ispezionare uffici con poteri investigativi, senza particolari limitazioni.
Questo "gioco delle carte scoperte" fin da un momento anteriore all'inizio del *Trial* è forse una delle caratteristiche più peculiari del processo civile americano (e di altri Paesi di *common law*).
Alla luce delle profonde differenze tra sistema processuale americano e italiano e, più in generale, tra sistemi processuali di *civil law* e di *common law* in materia di *discovery* pre-processuale, la Convenzione dell'Aja del 18 marzo 1970 prevede espressamente all'art. 23 che: «[o]gni Stato contraente può, al momento della firma, della ratifica o dell'adesione, dichiarare di non eseguire le rogatorie che hanno per oggetto una procedura conosciuta negli Stati che applicano la "Common Law" sotto il nome di "pre-trial discovery of documents"».
Conformemente alla possibilità offerta dal menzionato art. 23, l'Italia ha apposto una riserva a tale disposizione dichiarando che non avrebbe dato esecuzione alle rogatorie aventi per oggetto la procedura nota nei Paesi di *common law* come *"pre-trial discovery of documents"*.
D'altro canto, una scelta diversa del nostro Paese avrebbe senz'altro posto problemi di legittimità costituzionale, sol che si consideri la oggettiva disparità che si sarebbe venuta a creare a vantaggio di coloro che avessero potuto ottenere tutela giurisdizionale nei paesi che prevedono la *"pre-trial discovery of documents"*.
Sul punto si segnala una ordinanza della Corte di appello di Bologna del 23 marzo 2008, inedita, che nell'accogliere una impugnativa avverso un decreto della medesima Corte che aveva reso esecutiva una richiesta di rogatoria internazionale avanzata dalla Corte Suprema dello Stato di New York in una fase c.d. di *pre-trial*, ha puntualizzato quanto segue «Effettivamente tra le riserve apposte dallo Stato Italiano alla Convenzione dell'Aia del 18.3.1970, la terza espressamente esclude che l'Italia possa dare esecuzione alle rogatorie provenienti dai paesi di "common law" relative a procedure di pre-trial discovery of documents».
L'ordinanza ha poi offerto una breve ma chiara ricostruzione del sistema processuale americano evidenziando che
«Come è noto, il processo civile statunitense si articola, in linea generale, in varie fasi:

- Notifica dell'atto di citazione (Service of process);
- Scambio di note difensive (Pleadings);
- Fase predibattimentale (Pre-trial);
- Dibattimento (Trial);
- Sentenza (Judinent).

La fase predibattimentale, spesso propedeutica a soluzioni transattive della controversia, è finalizzata alla preparazione del processo e alla preparazione dei testimoni al dibattimento, entrando le parti in possesso, attraverso una serie di attività istruttorie, delle informazioni e dei documenti probatori intorno ai quali si svolgerà il "trial".
La fase predibattimentale si svolge sotto la direzione del giudice, che è di regola diverso da quello che interverrà in fase di dibattimento ed ha la specifica funzione di garantire che le parti rispettino le norme, attraverso l'uso di poteri sanzionatori particolarmente efficaci (multe e anche detenzione in caso di oltraggio alla corte).
Il dibattimento ("trial"), invece, che di regola si sviluppa in un'unica udienza, è informato al principio della oralità: ciascuna parte, tramite il proprio difensore, espone la propria tesi processuale con un discorso introduttivo, quindi segue la fase dell'assunzione delle prove (dopo che il giudice insindacabilmente le ha ammesse o escluse, senza essere vincolato al fatto che le

Quanto poi al nesso di causa, si ritiene comunemente applicabile la *fraud on the market theory* anche in Italia[237]. Si è rilevato, infatti, che la disciplina finanziaria vigente presuppone mercati ad efficienza semi-forte e quindi un collegamento costante tra informazioni e prezzo degli strumenti finanziari, a prescindere dalla conoscenza delle informazioni da parte di ciascun singolo risparmiatore[238]. Di conseguenza può affermarsi che l'attore non dovrà dimostrare di avere prestato affidamento su una particolare dichiarazione falsa o ingannevole o imprecisa; né provare di averla letta e tenuta in considerazione nella decisione di investimento o disinvestimento[239].

Per la verità, è arduo negare che la presunzione di causalità che usa il prezzo come vettore dell'informazione costituisce un artifizio diretto a facilitare l'azione degli investitori al di fuori di ogni possibile effettivo collegamento con i tradizionali schemi proposti dalle teorie sulla causalità[240].

Come è stato notato, infatti, gli investitori non fanno affidamento sul prezzo come vettore perfetto di trasmissione delle informazioni, ma sul fatto che il processo di formazione del prezzo, per quanto imperfetto, è condizionato dalle informazioni disponibili sul mercato. L'affidamento è sul rispetto della disciplina sull'informazione societaria come strumento di formazione dei prezzi di mercato, non sulla capacità del prezzo di convogliare tutte le informazioni disponibili. Così posto, l'argomento non richiede il supporto della discussa teoria dei mercati

---

prove siano state assunte nell'ambito del "pre-trial"), le cui regole sono stabilite in maniera dettagliata dalla "law of evidence", e tra le quali spicca l'esame testimoniale, caratterizzato da esame e controesame su un piano paritario.
Terminata la fase dell'assunzione probatoria, le parti pronunciano le arringhe finali, quindi la giuria emette il proprio verdetto».

[237] Ancora GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, p. 278-279.

[238] S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, *cit.*, p. 1287.

[239] La prova della sussistenza del nesso di causalità può farsi desumersi automaticamente dal prezzo di mercato degli strumenti finanziari rilevanti: è il mercato che mostra se la diffusione di certe informazioni ha avuto un riflesso sui prezzi degli strumenti finanziari; è attraverso il mercato che può valutarsi se è sussistita una materiale influenza da parte delle informazioni inesatte o dal loro mancato aggiornamento.
Cosicché deve presumersi che se le informazioni rilevanti fossero state corrette, il prezzo di mercato sarebbe stato diverso e l'investitore non avrebbe subito alcun danno dalle operazioni di acquisto, sottoscrizione, cessione, oppure non avrebbe posto in essere alcuna di queste operazioni. Il danno è stato subito per il fatto di avere corrisposto un prezzo più alto o rispettivamente, di avere ricevuto un prezzo più basso e ciò sulla base dei prezzi determinatisi sul mercato in ragione della pubblicazione di certe informazioni, anche nell'ipotesi in cui non si sia presa direttamente conoscenza delle stesse.

[240] E aderendo a ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, p. 21.

efficienti che, come visto è tutt'altro che impeccabile e, invero, di sicuro non applicabile a una larga parte dei titoli del listino italiano, il cui mercato non ha una liquidità e uno spessore che possa far ipotizzare l'esistenza di un mercato efficiente[241].

Questa soluzione appare peraltro coerente con le scelte politiche dell'ordinamento volte a indurre un funzionamento «efficiente» del mercato[242], attraverso la "protezione" della fiducia degli investitori, attraverso quindi ciò che si è definito *integrità del mercato*. In tale processo, la disciplina della responsabilità civile è in sostanza piegata appunto al fine di assicurare l'*integrità del mercato* posto che l'emittente è di per sé estraneo alle operazioni di investimento e i rapporti tra esso e gli investitori sono totalmente impersonali. Sicché la rilevanza giuridica dei comportamenti informativi dell'emittente medesimo si risolve di necessità in un rapporto mediato dal mercato che, per quanto qui interessa, l'emittente deve contribuire a non alterare adempiendo ai propri doveri informativi; di modo che le condizioni economiche con cui avviene l'investimento, in definitiva del prezzo di mercato, si formino correttamente.

---

[241] Appare utile, anche per ribadire un argomento già ampiamente affrontato, richiamare il recente contributo di L. PURPURA, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post mifid*, in *Banca bors. tit. cred.* 2010, 5, p. 659, nota a Tribunale Torino 20/02/2008. L'a. rammenta che «[…] la lettura del rapporto tra informazione disponibile al mercato e formazione dei prezzi sottesa all'Efficient capital market hipothesys non è, in sé, pacifica: essa è stata messa in discussione, in particolare, nell'ambito degli studi di behavioral economics, filone di analisi e ricerche che, valorizzando il dato del comportamento individuale nelle scelte in condizioni di incertezza, evidenzia — in base a risultanze empiriche — l'esistenza di "condotte irrazionali" anche degli operatori finanziari professionali "informati", che si rifletterebbero, ciclicamente, in altrettanto "irrazionali" dinamiche dei prezzi degli strumenti finanziari (come sarebbe dimostrato anche dal riproporsi, tempo per tempo, di "bolle speculative").
Pur non potendosi sottacere le ampie repliche mosse al filone di behavioral economics dai sostenitori dell'ipotesi dei mercati efficienti, si deve dare atto che la letteratura economica attualmente favorevole all'accoglimento dello stesso modello tende a fornire, di esso, una lettura connotata da un certo grado di relatività».

[242] Da un lato infatti, ed in questo senso coerentemente con i risultati della *fraud-on-the-market theory*, non è giustificato pretendere la prova di un affidamento individuale dell'investitore alla specifica informazione in ipotesi falsa: il che, peraltro, condurrebbe a circoscrivere la tutela solo a quelli più sofisticati, dotati cioè delle competenze e strumenti per elaborare analiticamente le informazioni fornite al mercato. Tale affidamento individuale può in concreto rilevare soltanto in termini negativi, quando cioè si fornisca la dimostrazione che il singolo investitore era a conoscenza della portata decettiva dell'informazione. Dall'altro, discostandosi invece da tale teoria, compito dell'interprete non sembra quello di verificare se di per sé e in certo modo in astratto lo specifico mercato può considerarsi «efficiente», bensì di orientare le proprie decisioni come se fosse tale e giungere così a risultati applicativi i quali comportano per gli operatori un incentivo a contribuire con i propri comportamenti a tale «efficienza». Così ancora ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, pp. 22-23. V. anche GIUDICI, *Il private enforcement nel diritto dei mercati finanziari*, in www.unict.it.

Gli obblighi informativi dell'emittente, infatti, sono imposti dall'ordinamento in primo luogo e soprattutto al fine di un corretto funzionamento del mercato e di una corretta formazione dei suoi prezzi, sicché la lesione degli interessi individuali degli investitori - quella che può legittimarli ad una pretesa risarcitoria - assume rilievo in quanto *mediata* dal prezzo che si è formato nel mercato.

5.1.4. La recente sentenza del tribunale di Milano.

In materia di responsabilità dell'emittente per false informazioni sul mercato secondario, è intervenuta una recentissima sentenza del Tribunale di Milano, utile a fare il punto sulle questioni più rilevanti in materia, che pertanto ritengo opportuno dovere illustrare per sommi capi[243].

La decisione è stata assunta a seguito dell'azione promossa dalla Egerton capital limited ed altri, in rappresentanza di sei fondi d'investimento, contro Banca Italease per ottenere il risarcimento dei danni provocati dal crollo del valore dei titoli della Banca, acquistati sul mercato secondario, a causa della mancata diffusione, sia nelle comunicazioni sociali periodiche sia nell'informative continue, di informazioni corrette in merito alla grave esposizione dell'istituto sul mercato *over the counter* dei derivati.

Il Tribunale di Milano ha anzitutto precisato che per quanto attiene alla identificazione di una condotta che possa riconoscersi come potenzialmente lesiva per i terzi e soprattutto fonte di danno risarcibile secondo i criteri propri dell'ordinamento positivo, già la Cass. n. 2765/82 ha inequivocabilmente riconosciuto l'ammissibilità *ex* art. 2043 cod. civ. della domanda di risarcimento di danni proposta, in relazione all'acquisto di un prodotto dalle caratteristiche sensibilmente diverse da quelle legittimamente attese, nei confronti del terzo che, titolare di una posizione qualificata in ordine all'oggetto della compravendita,

[243] Tribunale Milano 22 luglio 2010, *cit*, p. 1079.

aveva diffuso false informazioni sulle qualità dello stesso, così facendo cadere in errore l'acquirente[244].

Nel caso poi delle false informazioni sul mercato secondario, la sentenza in commento ribadisce il principio in base al quale lo specifico obbligo di verità, chiarezza e completezza in relazione alla diffusione delle predette informazioni è sicuramente tutelabile attraverso l'azione *ex* art. 2395 cod. civ., restando irrilevante la circostanza che la violazione degli obblighi informativi abbia prodotto effetti sul mercato secondario, giacché gli specifici obblighi che fanno capo ad un soggetto operante su mercati regolamentati, valgono bene a rimarcare la "posizione qualificata" che questi necessariamente e consapevolmente viene a rivestire in un mercato aperto. E proprio dalla sussistenza di tali obblighi e di una tale posizione qualificata discende la piena fondatezza del legittimo affidamento di qualunque terzo in ordine ad informazioni programmaticamente diffuse al pubblico.

Il Tribunale di Milano ha poi precisato che, ove le predette violazioni siano state commesse dagli amministratori, queste possano essere senz'altro imputate anche alla Società in concorso, posto che di fronte ai terzi è evidentemente la medesima Società a porsi come soggetto responsabile della comunicazione, proponendo ai terzi comunicazioni certo materialmente predisposte dai propri amministratori-persone fisiche ma altrettanto certamente "garantite" dalla propria organizzazione complessiva[245].

Infine, quanto al nesso di causa e al danno risarcibile, la sentenza in discorso ha precisato che la lesione subita dall'investitore è riconducibile alla indebita lesione apportata al proprio diritto di determinarsi autonomamente e

---

[244] Nella specie la menzionata pronuncia ha incisivamente individuato l'ingiustizia del danno nella lesione «del diritto all'integrità del proprio patrimonio e più specificamente al diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio, costituzionalmente garantito entro i limiti di cui all'art. 41 Cost.» — secondo costruzione che, al di là del criticato riferimento ad una peculiare qualificazione della fattispecie in termini di "diritto soggettivo", ha senz'altro trovato ampio e consolidato consenso per quanto attiene al punto di fondo del pieno riconoscimento della tutela aquiliana in ipotesi siffatte, trovando quindi la sua più ampia e naturale sede di applicazione proprio in favore di soggetti che si rivolgano ad un mercato regolamentato, necessariamente oggetto di maggiore tutela derivante dal sistema pubblicistico imposto dall'ordinamento costituzionale e comunitario per favorire la trasformazione del risparmio in investimento.

[245] Con conseguente responsabilità della società ex art. 2049 o alternativamente secondo la teoria della immedesimazione organica.

consapevolmente in ordine alle proprie scelte di investimento, con una successiva ed ingiusta diminuzione del proprio patrimonio che l'investitore, secondo i tradizionali insegnatamenti, è chiamato a provare e che è determinabile avuto riguardo all'intero investimento dal medesimo effettuato[246].

La sentenza in commento mi ha permesso di stabilire quali sono, allo stato, gli approdi della giurisprudenza sul tema della responsabilità civile per danno da false informazioni sul mercato secondario. È opportuno a questo punto stabilire se e in che termini, alla luce della dottrina che si è espressa sul punto, tali approdi siano condivisibili o meno.

5.1.5. I profili critici dell'attuale orientamento giurisprudenziale.

A) La responsabilità dell'emittente.

Su di un piano teorico già la possibilità di formulare ipotesi di responsabilità civile a carico dell'emittente per la diffusione di false informazioni sul mercato secondario è soggetta ad una serie di riserve giustificate, in buona sostanza, dalle seguenti considerazioni.

Si tratta in primo luogo della constatazione che un'eventuale responsabilità risarcitoria per comportamenti di falsificazione del mercato secondario si caratterizza in quanto, a differenza di ciò che normalmente accade, è in grado di produrre il c.d. *circularity problem*. Il soggetto che ha prodotto la falsificazione non è, infatti, per definizione, chi di essa direttamente si avvantaggia[247]. In definitiva, dal punto di vista degli investitori considerati come gruppo, il problema sembra presentarsi come uno *zero-sum game*: con la conseguenza allora che i costi dell'azione potrebbero tradursi in una perdita per la collettività.

---

[246] Nel medesimo senso, la pronuncia in esame cita i precedenti invocati dall'attore Trib. Napoli 4 aprile 2003 e App. Milano 21 ottobre 2003.

[247] L'alterazione del prezzo non implica infatti per la società emittente e/o i suoi amministratori un diretto vantaggio patrimoniale, ma solo indiretto, per esempio nel senso di conservare una posizione nel mercato ovvero di usufruire di remunerazioni basate sul livello della quotazione dei titoli, vantaggi che non si pongono in alcun rapporto di proporzionalità con la scorrettezza commessa. Così, se tale falsificazione si fosse tradotta in una sottovalutazione delle azioni, si avrebbe un risarcimento di chi ha venduto ad un prezzo appunto sottovalutato, mentre chi in tal modo ha acquistato le azioni conserverebbe integro il guadagno che ne ha ricavato. E così, nel caso invece di una sopravvalutazione delle azioni, sarebbe risarcito chi le ha acquistate ad un prezzo superiore al valore «reale», ma rimarrebbe il guadagno di chi a tali condizioni le ha vendute.

In secondo luogo, attese le molteplici e diverse tipologie di investitori operanti sul mercato, una pretesa risarcitoria nei confronti della società è in grado di assumere un differente significato per ciascuna di tali tipologie e, di conseguenza, provocare tra loro effetti redistributivi. Così, per limitarci agli aspetti più evidenti, chi svolge un'attività di *trading*, quindi speculativa, ha ben maggiori probabilità di essere titolare della pretesa risarcitoria, ma nel contempo anche di ricavare guadagni da una situazione di disinformazione del mercato, rispetto a chi effettua investimenti di medio o lungo termine: con il risultato che il costo del risarcimento tenderà fondamentalmente a gravare sul secondo[248].

Per replicare ad entrambe le argomentazioni, appare sensato ancora una volta porsi nella prospettiva dell'*integrità del mercato*, quale interesse dell'insieme degli investitori a conservare la fiducia e a non vedere leso il proprio affidamento sul corretto funzionamento del mercato che esprime il nostro ordinamento nel suo complesso. Sicché:

i) quanto al *circularity problem*, riconoscere ciò non ostante una responsabilità dell'emittente costituisce, per un verso, un incentivo acché vi sia un più efficiente monitoraggio da parte dei soci dell'operato degli amministratori, con la conseguente maggiore efficienza globale del mercato; per altro verso, assicura un accrescimento del livello di fiducia degli investitori.

   Con ciò è però evidente una forzatura sistematica dal momento che funzione principale della responsabilità in discorso non è tanto la *compensation*, quanto la *deterrence*;

ii) sul problema degli effetti redistributivi, da un lato, sembra logico comprendere tra i rischi asistemici che si assumono con l'investimento azionario anche quello risultante dall'eventualità dell'obbligazione risarcitoria in discorso[249]; dall'altro, in termini ancor

[248] Così ancora chi investe diversificando il portafoglio si trova naturalmente meno esposto di altri al rischio asistemico di una disinformazione, con conseguente alterazione del prezzo, rispetto ad una singola società e, come avviene con tutti i rischi asistemici, è in grado di compensare effetti positivi e negativi: con il risultato di penalizzare nei suoi confronti chi sceglie di concentrare il proprio investimento in una società ed allora, deve ritenersi, con motivazioni più direttamente concernenti il suo progetto imprenditoriale.

[249] Del resto problemi non diversi potrebbero porsi, per indicare un esempio tratto dal nostro diritto positivo, con riferimento alla responsabilità disciplinata dall'art. 2497 cod. civ. (in cui ugualmente si

più generali, è forse necessario prendere atto di una più ampia tendenza dell'ordinamento volta a privilegiare i significati finanziari di tale investimento rispetto a quelli imprenditoriali.

Più delicati sono i problemi che il tipo di responsabilità in discorso pone rispetto al ceto creditorio. In effetti, poiché la pretesa risarcitoria è avanzata da chi è socio o è stato socio, può derivarne in concreto una sottrazione di mezzi patrimoniali necessari per il soddisfacimento dei creditori medesimi e può inoltre derivarne, nell'ipotesi critica di un'insolvenza della società, una concorrenza di tale pretesa con quelle degli altri creditori ed in definitiva una riduzione delle possibilità di soddisfacimento di questi ultimi.

D'altra parte, se si considera che l'ipotesi di maggiore verificabilità pratica è proprio quella di informazioni che hanno occultato uno stato di crisi (se non altro perché in questo caso si pongono rilevanti incentivi per la società e per gli amministratori a disinformare il mercato) e che quindi il problema può soprattutto sorgere in relazione ad azioni risarcitorie proposte da chi ancora è azionista[250], non si può non porre il problema dei rapporti con gli altri interessi che possono risultare pregiudicati dalla crisi della società, in particolare quelli dei creditori[251].

---

potrebbe discutere della «innocenza» dei soci di minoranza della società controllante, ma nello stesso modo si potrebbe osservare che il rischio di tale responsabilità è parte del calcolo costi-benefici del loro investimento); e dall'altro, per un profilo cui ancora si dovrà accennare, che resta ovviamente aperta la possibilità di una rivalsa nei confronti di chi è stato materialmente responsabile del comportamento in ipotesi dannoso (sicché, a ben guardare, il rischio cui si accenna riguarda, e direi del tutto comprensibilmente, quello concernente la sua incapienza: il problema, in definitiva, se deve essere imposto alla collettività sociale nel suo complesso oppure a chi da quel comportamento è stato direttamente pregiudicato). Sull'art. 2497 cod. civ. v., per tutti, P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 322 ss.

[250] Ovvero colui che, come si suol dire, «è rimasto con il cerino in mano».

[251] Il tema apre in tal modo orizzonti ancora più ampi, e non certo esauribili in questa sede. Segnaliamo che esso, se potrebbe in certo modo incidere sulla consueta caratterizzazione degli azionisti quali *residual claimants*, per un altro verso e proprio per questo motivo ulteriormente sottolinea la loro posizione non tanto di soci in senso tradizionale, quanto di investitori tra gli altri. Per queste osservazioni si rinvia ad ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, p. 36, il quale alla nota 90 osserva che «Né vi è bisogno di sottolineare che questa dialettica socio-investitore, pur fondamentale sul piano costruttivo, solo raramente si traduce in termini empirici in un effettivo conflitto: ciò, se non altro, in quanto il tema dell'insolvenza statisticamente si pone soprattutto per le società di minori dimensioni (e ad esse infatti essenzialmente si riferiscono temi come quelli evocati nella nota che precede), mentre ovviamente la configurazione come investitore, ivi compreso il tema qui considerato, assume un senso essenzialmente per società come quelle quotate».

Al riguardo, sembrano però ragionevoli le osservazioni svolte da Angelici[252], che ponendosi appunto nella prospettiva dell'*integrità del mercato*, osserva in buona sostanza che non appaiono esservi sufficienti ragioni di sistema per escludere, richiamandosi ad un'esigenza di tutela dei creditori, la responsabilità della società nei casi di cui trattasi.

Pur ove vige un rigido principio di tutela del capitale sociale, infatti, tale principio non è in grado di impedire il soddisfacimento della pretesa risarcitoria in discorso: trattandosi in primo luogo di tutelare la funzionalità del mercato, non sarebbe del tutto coerente, infatti, imporre i limiti (quali quello della tutela del capitale sociale) che valgono invece per i rapporti propriamente sociali tra socio e società, mentre nel caso che ci occupa la qualità di socio si caratterizza fondamentalmente per una considerazione del soggetto in quanto operante nel mercato finanziario[253].

---

[252] *Note in tema di informazione societaria ,cit.*, p. 39.

[253] Quanto poi, al caso di insolvenza della società, si pone semmai un problema di postergazione della pretesa del socio che trovi peraltro sicuri addentellati di diritto positivo, e non già un problema di esclusione della medesima pretesa: trattandosi di tutelare la funzionalità del mercato finanziario, è ragionevole appunto più che escludere la responsabilità della società prescegliere criteri per la ripartizione del rischio concernente un'attività imprenditoriale ormai fuori dal mercato, per assicurare che vi sia un ordine gerarchico che consenta comunque di preferire le ragioni del socio. E a questo riguardo appare d'obbligo il riferimento all'art. 2467 cod. civ. Per una compiuta disamina dei problemi sollevati dall'art. 2467 cod. civ. occorre rinviare all'ampia letteratura sviluppatasi in materia. Tra molti devono richiamarsi G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in Trattato Colombo-Portale, Torino, 2004, p. 1 ss.; G.B. PORTALE, *I "finanziamenti" dei soci nelle società di capitali*, in *Banca bors. tit. cred.*, 2003, I, p. 663 ss.; G. PRESTI, *Commento all'Art. 2467, in Codice commentato delle s.r.l.,* diretto da P. BENAZZO e S. PATRIARCA, Torino, 2006, p. 98 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale 2*, Padova, 2006, p. 49 ss.; G. TERRANOVA, *Commento all'Art. 2467,* in *Società di capitali*. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, p. 1449 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005; G.B. FERRI JR., *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 969 ss.; U. TOMBARI, *"Apporti spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, p. 551 ss.; F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione della società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, p. 261 ss.; V. SALAFIA, *I finanziamenti dei soci alla società a responsabilità limitata*, in *Società,* 2005, p. 1077 ss.; A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *AGE*, 2003, p. 387 ss.; E. FAZZUTTI, *Commento all'Art. 2467*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, Torino, 2003, p. 48 ss.; F. TASSINARI, *Sottocapitalizzazione delle società di capitali e riforma del diritto societario*, in AA.VV., *"Corporate Governance" e nuovo diritto societario*, Milano, 2003, p. 89 ss.; D. SCANO, I *finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 879 ss.; I. CAPELLI, *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 99 ss.; A. LOLLI, *Commento all'Art. 2467*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, p. 1806 ss.; G. BALP, *I finanziamenti dei soci "sostitutivi" del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 345 ss. Secondo una prima impostazione, l'art. 2467 sarebbe norma espressiva di una regola di corretto finanziamento dell'impresa, suscettibile perciò di generale applicazione nelle società di capitali: G.B. PORTALE, *I « finanziamenti » dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa e titoli di credito,* 2003, I, p. 670. A sostenere questa soluzione non sarebbe

Resta, tuttavia, una considerazione di fondo che, proprio nell'ottica della massima salvaguardia dell'interesse generale all'*integrità del mercato*, non può non avere un peso e che è stata da ultima messa in luce da Weigmann[254].

Sotto il vecchio codice di commercio vi era unanimità di opinioni nel ritenere responsabili gli amministratori che svolgessero direttamente opera persuasiva su un investitore affinché acquistasse o sottoscrivesse azioni emesse dalla società, mentre molti autori e la stessa Cassazione erano contrari a riconoscere un diritto al risarcimento quando gli acquisti si fossero basati su comunicazioni impersonalmente rivolte al pubblico[255]. Sotto il codice vigente è invece prevalso il convincimento che debba proteggersi il "*diritto della generalità alla sincerità del bilancio*" o con i termini attuali alla trasparenza[256].

Ovvio che così si estende enormemente la platea dei possibili danneggiati. Cosa succederebbe infatti se tutti gli azionisti di una *public company,* in qualità di investitori tratti in inganno, facessero causa alla loro società? Potrebbe la soluzione data a un caso singolo essere riproposta anche per tutti gli altri consimili? Teoricamente la società potrebbe rivalersi sugli amministratori colpevoli, magari chiamandoli in causa; ma è evidente che l'entità dei danni

---

dunque l'argomento sistematico desumibile dall'art. 2497-*quinquies* cod. civ.; G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 717. In senso conf. M. IRRERA, *La nuova disciplina dei « prestiti » dei soci alla società*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. AMBROSINI, Torino, 2003, p. 139 ss.; L. MANDRIOLI, *La disciplina dei finanziamenti soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, p. 182. In senso contrario, si v. A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in AGE, 2003, p. 398 ss.; L. GALEOTTI FLORI, *La postergazione dei crediti per finanziamenti dei soci a favore della società a responsabilità limitata rispetto alla soddisfazione degli altri creditori disciplinata dall'art. 2467 cod. civ. potrebbe intendersi estesa anche ai finanziamenti eseguiti dai soci della società per azioni? Non constano sufficienti ragioni interpretative della norma per giustificarne l'estensione analogica*, in *Foro toscano*, 2005, p. 324 ss.; L. IRACE, *Commento all'art. 2497-quinquies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI e V. SANTORO, III, 2003, p. 342; D. SCANO, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.,* 2003, I, p. 905 ss.; A. POSTIGLIONE, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Società*, 2007, p. 937 ss. Esclude l'applicazione analogica dell'art. 2467 cod. civ. alla società per azioni anche M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, p. 445, il quale ipotizza invece un'estensione analogica dell'art. 2497-*quinquies* cod. civ., con conseguente postergazione dei crediti per finanziamenti erogati dall'azionista di controllo e da chi - anche persona fisica - eserciti attività di direzione e coordinamento sulla società. Per spunti di riflessione su quest'ultima ipotesi v. anche le considerazioni di C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, p. 62 e G. TERRANOVA, *Commento all'Art. 2467 cod. civ.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, p. 1475.

[254] R. WEIGMANN nota a Trib. Milano 22 luglio 2010, *cit.*, p. 1085.

[255] Si tratta di Cass., 21 gennaio 1930, in *Riv. dir. comm.,* 1930, II, p. 552: v. per i riferimenti di dottrina FRÉ-SBISÀ, *Società per azioni,* I, Art. 2325-2409, in *Comm. Cod. Civ.* a cura di Scialoja, Branca, Bologna-Roma, 1997, p. 867.

[256] FRÉ-SBISÀ, *Società per azioni, cit.*, p. 868.

risarcibili rende il diritto di regresso inconsistente. Perciò, per tutelare l'*integrità dei mercati*, si corre il rischio di distruggere la società sfregiata dalla condotta maliziosa o negligente dei suoi organi. Tale rimedio risarcitorio può portare vantaggio soltanto ai soci più dotati e fino a quando gli altri ne sopportino il carico: «Dice, è vero, un antico adagio: *vigilantibus, non dormientibus, iura succurrunt*. Ma se ne può citare anche un altro: *fiat iustitia et pereat mundus*»[257].

Questo problema potrebbe invero essere limitato, identificando le più opportune tecniche di delimitazione del danno risarcibile[258].

Nel sistema statunitense vi sono sostanzialmente due orientamenti:

i) quello che individua il danno risarcibile nella differenza tra il prezzo sulla base del quale è avvenuta la negoziazione ed il prezzo che si sarebbe avuto se la falsa informazione non l'avesse distorto; e

ii) quello che guarda invece alla differenza tra il primo ed il prezzo con il quale chi lamenta il danno ha successivamente negoziato il titolo.

Non è semplice, in effetti, scegliere tra queste due impostazioni che si caratterizzano per l'adozione di una prospettiva *ex ante* ovvero *ex post*.

La prima pare consequenziale al dato originario che il fatto lesivo attiene a un'alterazione dell'*integrità del mercato* nella sua funzione di determinare il prezzo. La cennata impostazione pone però il problema applicativo di dover accertare in concreto quale sarebbe stato il prezzo «vero» in assenza della falsa informazione; e deve confrontarsi con la sensazione che, fin quando i titoli non vengono successivamente negoziati, in effetti l'investitore non sembrerebbe a prima vista subire una concreta perdita patrimoniale.

La seconda impostazione, che fondamentalmente si basa su quest'ultima considerazione, richiede invece di distinguere quanto la variazione di prezzo sia stata conseguenza della scoperta della verità e quanto di altri fattori da essa indipendenti.

Aderendo ad autorevole dottrina[259] sembrerebbe preferibile la prima soluzione - che pur presenta problemi applicativi certamente non trascurabili – per due ordini di ragioni.

---

[257] R. WEIGMANN, *ult. op. cit.*, p. 1089.
[258] Sul punto ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, pp. 31-32.

In primo luogo, non è forse del tutto corretto ritenere che il danno concretamente si realizzi solo nel momento in cui viene compiuta una negoziazione in senso inverso e che fino a quel momento l'investitore in effetti ha nel suo patrimonio le azioni che intendeva acquistare, dovendo perciò ritenersi la situazione soltanto di danno ancora meramente potenziale.

Ciò che bisogna tuttavia considerare è che «ciò di cui si tratta non ha semplicemente un valore, bensì è un valore: sicché, fin dal momento in cui lo si possiede, sussiste ed è accertabile, seppur con non indifferenti difficoltà tecniche, una diminuzione patrimoniale. […] in tal modo si adotti una prospettiva in grado di meglio comprendere pure l'ipotesi inversa rispetto a quella che comunemente si presuppone nella discussione sul nostro tema: l'ipotesi cioè in cui la falsità dell'informazione […] non abbia provocato l'acquisto di azioni ad un prezzo sopravvalutato, bensì la loro vendita ad un prezzo sottovalutato. In questo caso, evidentemente, colui che propone l'azione risarcitoria non può muovere da un confronto tra due prezzi utilizzati in negoziazioni di cui è stato parte e deve necessariamente basarsi su un confronto tra un prezzo reale, quello per cui ha proceduto alla vendita, ed un prezzo ipotetico. Ed in tal caso, in termini ancora più generali, se un danno risarcibile vi è stato, esso necessariamente si puntualizza sulla diminuzione patrimoniale verificatasi nel momento della vendita medesima»[260].

B) La responsabilità degli organi.

Significative voci critiche si sono espresse rispetto ad una estensione della responsabilità in discorso agli amministratori ai sensi dell'art. 2395 cod. civ.[261].

A questo riguardo è stato preliminarmente osservato che non si tratta tanto di chiedersi se gli amministratori, cui sia riferibile una falsa informazione al mercato, possano essere responsabili, quanto se la loro responsabilità debba essere *interna* - verso la società oppure *esterna* – verso gli investitori. Se la responsabilità fosse interna, i criteri della sua imputazione non potrebbero non essere quelli di cui all'art. 2392 cod. civ.; criteri certamente non coincidenti con

---

[259] V. precedente nota.
[260] ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, p. 32.
[261] Ancora ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, pp. 43-45.

quelli di cui all'art. 2043 cod. civ. e neppure con gli altri previsti dall'art. 1218 cod. civ. applicabili invece nel caso di responsabilità esterna[262].

È evidente che per rispondere a questo interrogativo occorre svolgere una puntuale esegesi dell'art. 2395 cod. civ., disposizione che inequivocabilmente lascia uno spazio, poi da definire in via interpretativa, per ipotesi di responsabilità esterna degli amministratori, espressamente prevedendo che essa possa operare pure a favore dei soci.

Al riguardo è condivisibile l'opinione tradizionale che tale spazio sia definibile essenzialmente sulla base di una caratterizzazione del danno come *diretto*, non mediato cioè da un pregiudizio subito dal patrimonio sociale[263].

Tale opinione, tuttavia, concentra l'attenzione sulla responsabilità (non disposta, ma fatta salva dall'art. 2395 cod. civ.) *nei confronti dei soci*, e vuole distinguere le ipotesi in cui di essa ci si può avvalere rispetto all'altra, in certo modo «normale», in cui si deve invece ricorrere all'azione sociale di responsabilità.

Tanto chiarito è stato altresì precisato[264] che:

i) per un verso, l'art. 2395 cod. civ. non riguarda né la possibilità di applicare ai comportamenti degli amministratori l'art. 2043 cod. civ. né il tema generalissimo dell'illecito delle persone giuridiche. Non riguarda il primo aspetto perché, se così fosse, la disposizione risulterebbe del tutto superflua, non potendosi dubitare che anche per gli amministratori viga il principio del *neminem laedere* e non essendovi certo bisogno di precisare che la disciplina degli artt. 2392 ss. cod. civ. non pregiudichi la sua applicazione. Ma non riguarda,

---

[262] Ed ancor più assume rilievo questa differenza quando la società è insolvente. Sono queste situazioni in cui, evidentemente, il patrimonio sociale risulta inidoneo a soddisfare le pretese risarcitorie degli investitori, ed è perciò che soprattutto con riferimento ad esse si sottolinea l'esigenza di una responsabilità anche personale degli amministratori. Ma nelle quali appare chiara anche la differenza tra le due soluzioni a confronto. Nel caso infatti di una responsabilità interna l'obbligo risarcitorio è disposto a favore del patrimonio sociale, sicché il suo adempimento serve in definitiva a soddisfare, secondo la legge del concorso, tutti i creditori della società; mentre, con la soluzione della responsabilità esterna, risulterebbe esclusivamente finalizzato alla soddisfazione degli investitori della cui tutela qui si discorre: i quali in definitiva godrebbero di una sorta di privilegio nei confronti degli altri creditori della società, aggravandosi così, quando azionisti, i problemi cui si è sopra accennato.

[263] F. BONELLI, *Gli Amministratori di s.p.a., cit.*, p. 215 ss.

[264] Cfr. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, p. 45.

almeno direttamente, neppure il secondo aspetto: poiché elemento caratterizzante della fattispecie regolata dall'art. 2395 cod. civ. è la violazione di obblighi degli amministratori nei confronti della società, mentre la disciplina ivi dettata precisa che *oltre* alla naturale conseguenza di una responsabilità *ex* art. 2392 cod. civ. (o art. 2394 cod. civ.) può esservi anche una responsabilità nei confronti di soci e terzi;

ii) per altro verso, l'individuazione dei comportamenti disciplinati nell'art. 2395 cod. civ. avviene sulla base di un duplice e concorrente requisito: da un punto di vista oggettivo, se non altro per la collocazione della norma, deve potersi ravvisare la violazione di doveri degli amministratori nei confronti della società; da un punto di vista soggettivo deve trattarsi di loro *atti colposi o dolosi*.

Da quanto sopra deriverebbe con riferimento al problema che ci occupa che esso in effetti non sembra *prima facie* poter essere compreso nell'ambito applicativo dell'art. 2395 cod. civ. in quanto non si tratta della violazione di doveri specifici degli amministratori nei confronti della società, bensì di doveri imposti alla medesima; ed in quanto, a ben guardare, non si pone il problema per cui la disposizione è fondamentalmente dettata, quello di precisare che l'insorgere della responsabilità sociale non esclude che si debbano *anche* risarcire i *diversi* danni provocati a soci o terzi.

Ne potrebbe risultare, sul piano applicativo, che per problemi come quelli qui considerati è possibile che nel singolo caso concreto si debba riconoscere una responsabilità della società nei confronti degli investitori, ma non quella personale ed esterna degli amministratori (salvo naturalmente, ricorrendo i presupposti dell'art. 2392 cod. civ., la loro responsabilità interna per aver determinato l'insorgere a carico della società di un obbligo risarcitorio): ciò, in particolare, quando sussiste una «colpa» della società, ma non una «colpa» personale del singolo amministratore[265].

---

[265] Come è stato rilevato da ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria, cit.*, p. 44, la difficoltà di comprendere una soluzione di questo tipo si spiega anch'essa per una sorta di illusione ottica, quella derivante dalla risalente visione antropomorfica che induce a costruire la responsabilità delle persone giuridiche, e più in generale delle organizzazioni, sul modello della responsabilità della

5.1.6. Il recente *revirement* negli Stati Uniti: rivalutazione del *public enforcement* a tutela dell'*integrità del mercato*?

I limiti alle azioni dei privati per danni da omesse informazioni al mercato sono stati recentemente oggetto di nuovo dibattito anche negli Stati Uniti. La recentissima sentenza *Stoneridge* v. *Scientific-Atlanta* sembra fornire una chiara indicazione in tal senso.

Questa pronuncia della Suprema Corte degli Stati Uniti, emessa il 15 gennaio 2008, rappresenta un punto di svolta nella configurabilità di una responsabilità per false informazioni al mercato a carico di quei soggetti esterni, identificabili nella giurisprudenza e dottrina americana anche con l'espressione *secondary actors*, che spesso si rivelano economicamente più solvibili rispetto all'emittente, come le società di revisione, ma pure le banche d'affari, consulenti ed *advisors*, società di *rating*; soggetti esterni che con il loro contributo, spesso tutt'altro che disinteressato, possono concorrere a creare una rappresentazione pubblica falsata della solidità economica degli emittenti, portando su di sé almeno una parte della responsabilità per il danno risentito dagli investitori, successivamente alla divulgazione dei dati rispondenti alla realtà[266].

A questo riguardo occorre rammentare che, sebbene le caratteristiche di tali compartecipazioni nell'illecito varino notevolmente, così come la loro rilevanza giuridica, un elemento comune può essere identificato nel fatto che sempre più di frequente tali attori finiscono obiettivamente per agevolare l'illecito con seri

---

persona fisica ed allora, quasi inevitabilmente, a richiedere ai fini della prima che vi sia anche una persona fisica (poi, da chi lo vuole, qualificata come suo «organo») personalmente responsabile.
La persona giuridica, in sostanza, sarebbe responsabile solo se e quando tutti gli elementi dell'illecito sono riferibili ad una persona fisica che per essa agisce: sicché sarebbe poi fuor di luogo non affermare anche una responsabilità personale della seconda.
Ma questa visione, pur persistente e spesso a livello subliminale, sembra ormai superata dall'evoluzione dell'ordinamento: superata se non altro per la sempre più massiccia emersione di forme di responsabilità specifiche per le organizzazioni, le quali si avvalgono di criteri di imputazione diversi da quelli predisposti per la persona fisica. Cfr., per una ampia analisi del problema, A. ZOPPINI, *Imputazione dell'illecito penale e « responsabilità amministrativa » nella teoria della persona giuridica*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1314 ss.

[266] Per delle prime valutazioni v. E. BRODI, *Illecito antitrust e risarcimento del danno in alcuni recenti casi di abuso di posizione dominante*, in *Riv. soc.* 2008, 6, p. 1440 e N. BRUTTI, *Responsabilità per danni agli investitori e scheme liability,* in *Resp. civ. e prev.* 2008, 9, p. 1932.

indizi di consapevolezza a loro carico ovvero, come direbbero i Giudici statunitensi, una *strong inference of scienter*.

La posizione dei *secondary actors* appare, tuttavia, alquanto delicata perché rischiano inevitabilmente di divenire capri espiatori in presenza di danni derivanti dai più disparati meccanismi e piani fraudolenti che non abbiano saputo intercettare. Si era già posta pertanto la questione pressante di selezionare più accuratamente le azioni giudiziarie che abbiano un *fumus* di fondatezza, ma, soprattutto, di limitare legalmente la responsabilità dei revisori.

Una chiara inversione di tendenza si deve alla riforma della *proportionate liability* recata dal *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 secondo la quale si risponde solo per la porzione di danno equivalente alla percentuale della specifica responsabilità nel fatto[267]. La responsabilità solidale e illimitata rimane solamente per i soggetti che abbiano consapevolmente (*knowingly*) violato *securities laws*, mettendo così parzialmente al riparo i revisori dal contenzioso speculativo.

Molto spesso, tuttavia, gli attori esterni della frode, cioè i soggetti diversi dall'emittente, non si esauriscono in coloro che tipicamente operino nella fase del *disclosure process*, come i revisori[268].

Proprio in questa prospettiva, restava alla giurisprudenza il compito di verificare i confini concreti del concetto di *aiding and abetting*, il nostro concorso nell'illecito, e determinare sino a che punto, verso i *secondary actors*, fosse esperibile un'azione di responsabilità. Ciò che è appunto avvenuto con la recente sentenza *Atlanta*.

La vicenda da cui sfocia il caso portato dinanzi alla massima giurisdizione è la seguente. La *Charter Communications*, un'impresa tecnologica, aveva presentato

---

[267] Per una scelta analoga anche se non così limitativa v. in Italia la nuova disciplina della revisione recata dal d. lg. 27 gennaio 2010, n. 39 di attuazione direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati. Per un primo commento v. R. LUGANO – M. NESSI, *La nuova disciplina della revisione legale prevista dal d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39*, in *Riv. dottori comm.* 2010, 2, p. 325.

[268] Vi è anche il caso dei soggetti silenti, i c.d. *non speaking actors* che, pur senza intervenire nel processo di divulgazione di informazioni agiscano di concerto con l'emittente in una fase genetica del danno, preparatoria rispetto alla *disclosure:* si pensi alle banche che, consapevoli dell'irreversibile esposizione patrimoniale di un'impresa ne promuovano, comunque, l'ulteriore indebitamento, forti magari della posizione di creditori privilegiati, attirando così gli ignari investitori (*deepening insolvency*).

risultati finanziari fasulli. Ciò con il contributo determinante delle società Scientific Atlanta e Motorola che avevano rivestito la qualifica ora di clienti, ora di fornitori, acconsentendo ad accordi che parevano concepiti per prestarsi ad artifici contabili da parte della *Charter*, idonei ad ingannare revisori ed investitori sulla situazione finanziaria di quest'ultima. Tali rappresentazioni se idonee, in un primo momento, a elevare il valore delle azioni, una volta smascherati ne avevano provocato il crollo.

Il fondo di investimento *Stoneridge* agiva, quale rappresentante degli azionisti danneggiati, in base alle *antifraud provisions* contro una pluralità di attori.

Mentre le società di revisione, Arthur Andersen e gli amministratori della Charter tacitavano le pretese attoree in via transattiva per l'importo di circa 146 milioni di dollari, le società Scientific Atlanta e Motorola affrontavano il giudizio.

Ebbene, la Corte suprema ha escluso il riconoscimento di un *implied right of action* in casi del genere:

i) da una parte perché sussiste già un potere di agire della SEC nei confronti di condotte di sostegno ed agevolazione (*aiding and abetting*);

ii) dall'altra parte, per ragioni di policy, giacché le conseguenze pratiche di una così ampia estensione della responsabilità sarebbe disastrosa per l'economia. Ad avviso della Corte Suprema, infatti, favorire un ampliamento della tutela degli investitori (già assicurata, peraltro, dalla SEC), rispetto all'interesse degli operatori commerciali, anche stranieri, a non venire esposti a nuovi ed imprevedibili rischi di citazione in cause collettive per frodi finanziarie pur non avendo alcun diretto coinvolgimento nel mercato finanziario, allontanerebbe l'offerta di *securities* dal mercato domestico verso mercati stranieri con un minor tasso di deterrenza.

Tale orientamento giurisprudenziale appare davvero significativo nell'ambito della ricerca che sto svolgendo: esso rappresenta un punto di svolta nella giurisprudenza d'oltreoceano, posto che raramente erano stati fissati limiti così chiari alle azioni dei privati per la tutela di danni da loro subiti in

conseguenza di illeciti commessi sui mercati finanziari. È probabile, sebbene non si possano escludere sviluppi in senso contrario, che la pronuncia in esame segni una nuova svolta nelle oscillazioni del pendolo tra *private* e *public enforcement* negli Stati Uniti conducendo a un ripensamento in merito all'individuazione del più corretto equilibrio tra i due poli.

5.2 Il caso dell'*insider trading*.

5.2.1. Natura dell'*insider trading* e ipotesi di responsabilità.

L'abuso di informazioni privilegiate, come noto, consente all'*insider* di operare sul mercato secondo la direzione suggerita da informazioni, non di pubblico dominio, di segno opposto a quelle incorporate nel prezzo di quotazione, che ispira le decisioni di investimento degli altri operatori del mercato. L'*insider* non ha il dovere di comunicare al mercato le informazioni *price sensitive* di cui è venuto in possesso (tale dovere incombe sull'emittente e sul soggetto che lo controlla). Egli ha invece il dovere di astenersi dall'operare sulla base delle informazioni privilegiate di cui sia venuto in possesso: gli è dunque vietato appropriarsi in via esclusiva del valore economico e speculativo dell'informazione privilegiata.

Per converso, l'emittente (e il soggetto che lo controlla) ha il dovere di comunicare senza indugio al mercato (mediante invio di un comunicato alla società di gestione del mercato, ad almeno due agenzie di stampa e alla Consob: art. 66 Reg. Emittenti) le informazioni *price sensitive* che esso produce nello svolgimento della sua attività. A tale dovere non corrisponde un diritto soggettivo dei singoli investitori all'acquisizione di informazioni privilegiate. Non esiste una pretesa giuridicamente tutelata in capo ai singoli investitori alla conoscenza di informazioni *price sensitive*, prodotte dall'emittente o dai soggetti che lo controllano, al fine di decidere il proprio investimento, dal momento che la comunicazione selettiva è vietata. La circostanza che la violazione del dovere di

informazione continua comporta per i soggetti obbligati l'applicazione di una sanzione amministrativa (ai sensi dell'art. 193 TUF), ne dimostra la funzionalizzazione alla tutela di un interesse pubblico.

L'emittente non ha, invece, il dovere di astenersi dall'operare sulla base di informazioni privilegiate che lo riguardano: non incorre nella responsabilità penale per abuso di informazioni privilegiate per il semplice motivo che non si può essere *insider* di se stessi.

All'approfittamento dell'*insider* corrisponde, innanzitutto, il mancato guadagno di coloro che hanno contestualmente realizzato sul mercato operazioni di segno contrario. L'*insider*, acquistando strumenti finanziari per un prezzo inferiore a quello che lo strumento avrebbe registrato ove l'informazione *price sensitive* fosse stata resa pubblica, capitalizza la differenza di prezzo dopo la pubblicazione della notizia. Contemporaneamente, gli altri investitori, che nello stesso periodo vendono i propri titoli per un prezzo inferiore al loro valore intrinseco, inteso come funzione di tutte le informazioni esistenti, perdono una somma pari alla differenza che il prezzo di quotazione registrerà dopo la pubblicazione della notizia e/o la scoperta dell'*insider trading*.

È questa una prima categoria di soggetti che, in mancanza di tutele di tipo ripristinatorio, risarcitorio o restitutorio, finirebbe per sopportare in via definitiva la perdita pari al mancato guadagno derivante da un grave vizio di trasparenza del mercato. Questi soggetti non coincidono, per la maggior parte, con le controparti contrattuali dell'*insider*.

In secondo luogo, la società emittente che ha deliberato una certa operazione (ad es. un progetto di fusione o un programma di riacquisto di azioni proprie) potrebbe essere costretta a sostenere un costo maggiore di quello preventivato (ad esempio un rapporto di concambio peggiorativo o un maggior prezzo di acquisito delle proprie azioni) in quanto fra il momento dell'assunzione della decisione e il momento della sua formalizzazione alcuni *insider* operano sui titoli interessati appropriandosi del valore economico e speculativo dell'informazione *price sensitive*. In questo caso il danno per l'emittente è pari al maggior costo dell'operazione deliberata (danno emergente), in conseguenza del decremento o dell'incremento di quotazione del titolo dopo la

percezione delle operazioni dell'*insider* da parte del mercato. Anche in questo caso il danno dell'emittente non è il corrispondente di segno negativo del guadagno realizzato dagli insider, né l'emittente riporta tale danno nell'ambito di una contrattazione con l'*insider*.

In entrambi i casi considerati, gli investitori subiscono una diminuzione patrimoniale, quantificabile in termini matematici in una somma pari alla differenza fra il prezzo di acquisto o di vendita del titolo rispetto alla quotazione che lo stesso registrerà dopo la pubblicazione o comunque dopo l'assorbimento da parte del mercato della notizia *price sensitive*.

Anche per questa ragione già prima dell'entrata in vigore della legge sul risparmio la letteratura segnalava «l'opportunità di arricchire la disciplina anti-*insider trading*, in un approccio polifunzionale, con rimedi civilistici (...) non sostitutivi ma cumulativi rispetto a quelli penali e amministrativi»[269].

Non agevole è però individuare quale debba essere il rimedio privatistico più adeguato alla tutela dell'investitore. Posto, infatti, che non sussiste come visto un problema di quantificazione del danno agli investitori, esistono ciò non di meno serie difficoltà di qualificazione giuridica dello stesso.

Ciò presuppone, anzitutto, che si verifichi se vi sia una relazione contrattuale o un contatto sociale altrimenti rilevante fra chi abusa di informazioni privilegiate e gli investitori ignari che hanno perfezionato, contemporaneamente all'*insider* (ma non necessariamente con l'*insider*), operazioni di segno opposto sul mercato regolamentato. L'impersonalità che caratterizza la fase del perfezionamento dei contratti di borsa, che avviene tramite l'esecuzione incrociata di ordini impartiti dai clienti agli intermediari, rende estremamente difficoltoso ravvisare una relazione di tipo contrattuale, o anche solo un contatto sociale altrimenti rilevante, fra l'*insider* e i *contemporaneous investors*. Una relazione di questo tipo si potrebbe, in ogni caso, ricostruire *ex post* solo con riferimento ad un numero marginale di investitori. In secondo luogo, appare difficile ravvisare un nesso causale giuridicamente rilevante fra l'abuso di informazioni privilegiate ed il mancato guadagno degli investitori, laddove si

[269] V. NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, p. 2228 ss. e spec. pp. 2242 e 2243.

tratti di speculatori e dunque risulti probabile che questi avrebbero comunque operato sugli strumenti finanziari interessati dall'informazione privilegiata[270]. Inoltre, in molti casi risulterà che, anche in assenza di abuso, gli investitori non avrebbero comunque realizzato il profitto di cui si appropria l'*insider* ove l'informazione privilegiata non fosse stata ancora comunicata al mercato dall'emittente, dalla sua controllante e dagli altri soggetti tenuti a dare comunicazione delle loro operazioni di *insider dealing*.

Potrebbe dunque non sussistere alcuna relazione eziologica obiettivamente apprezzabile fra la condotta dell'*insider* e il danno economico lamentato dagli investitori ignari. È vero, infatti, che gli investitori in tanto registrano una variazione di segno negativo del loro patrimonio (in termini di mancato guadagno o di maggiori costi) in quanto hanno operato sul mercato in un momento in cui il prezzo non rifletteva tutte le informazioni esistenti. Tuttavia questa circostanza dimostra soltanto che gli investitori ignari rendono possibile all'*insider*, che opera abusivamente, di conseguire un profitto indebito. Non si può invece imputare all'*insider* l'omissione di quella informazione preventiva al mercato che avrebbe consentito agli investitori ignari di conseguire un guadagno pari alla differenza di prezzo registrata dal titolo dopo la pubblicazione della notizia ovvero dopo l'emersione dell'*insider trading*. Come si è detto, il sistema della legge vieta all'*insider* di operare sulla base di un'informazione privilegiata fintantoché l'emittente o la sua controllante non abbia provveduto alla pubblicazione dell'informazione. Né tale pubblicazione potrebbe essere anticipata dall'*insider* in nome proprio.

Tutte le considerazioni che precedono hanno indotto un'autorevole dottrina a evidenziare l'insufficienza della disciplina del contratto ad apprestare tutela agli investitori «nell'ipotesi in cui il negozio sia concluso in un mercato regolamentato (quindi in primo luogo, ma non necessariamente, in borsa) ove l'anonimato conseguente all'interposizione fra le due parti sostanziali di un intermediario professionale spezza il nesso di tipo contrattuale fra alienante e

---

[270] BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, *cit.*, p. 138. Critici e favorevoli all'affermazione dell'esistenza di un nesso causale fra il comportamento "reticente" dell'*insider* e il mancato guadagno lamentato dagli investitori ignari: CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano 1992, p. 186 ss.; alla cui opinione sembrano aderire AMATUCCI-DI AMATO, *Insider trading*, Milano 1993, p. 143 ss.

acquirente dei titoli». Si esclude, inoltre, che fra l'*insider* e l'investitore danneggiato si realizzi un contatto sociale giuridicamente rilevante, atteso che «l'informazione deve essere data alla generalità altrimenti si ricadrebbe nell'informazione selettiva, del pari vietata (...). Solo a posteriori è possibile individuare le parti del rapporto di scambio»[271].

Queste circostanze hanno indotto gli interpreti a ravvisare nella responsabilità aquiliana il terreno di elezione dell'indagine intorno alla tutela civile degli investitori. Si sostiene, pertanto, che il pregiudizio economico subito dagli investitori in conseguenza dell'abuso (pari al maggior prezzo che il titolo avrebbe registrato ove tutte le informazioni *price sensitive* fossero state comunicate al mercato, in caso di vendita; pari al minor prezzo che il titolo avrebbe registrato ove tutte le informazioni *price sensitive* fossero state comunicate al mercato, in caso di acquisto) sarebbe suscettibile di risarcimento, atteso il rilievo penale della fattispecie, in base al coordinato disposto dell'art. 185 c.p. e dell'art. 2043 cod. civ.[272]. La tesi ha peraltro trovato riscontro anche in giurisprudenza (v. il paragrafo seguente).

5.2.2. Il caso SCI costruzioni.

In materia di *insider trading* e responsabilità civile, il più famoso caso giurisprudenziale è certamente rappresentato dal vicenda SCI Costruzioni, deciso in sede civile dal Tribunale Milano con sentenza 14 febbraio 2004[273].

Nel caso di specie, le banche partecipanti al comitato ristretto per il risanamento della SCI Costruzioni, nel periodo compreso fra agosto e ottobre 1997, giudicando irrecuperabile la crisi della società, cominciarono a smobilizzare le proprie partecipazioni, fino a vendere il 44% del capitale, senza comunicarlo alla Consob. Per converso i risparmiatori, del tutto ignari della decisione delle

---

[271] A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, 10, Torino 1993, p. 219 ss. e specialmente p. 226 e *sub* nota 23.
[272] Si esprimono in questo senso: CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, cit., p. 186 ss.; AMATUCCI-DI AMATO, *Insider trading, cit.*, p. 143 ss.
[273] in *Società*, 2005, p. 110 ss. e in *Foro it.*, 2004, I, c. 1581.

banche, confidando nelle notizie di segno opposto precedentemente diffuse sul mercato, che riportavano *rumors* in ordine al prossimo lancio di offerte di acquisto, nello stesso periodo comprarono azioni della SCI.

Secondo il giudice civile il comportamento illecito delle banche, nel caso di specie, era consistito «nell'aver venduto allorché sarebbe stato loro obbligo non vendere in conseguenza delle informazioni loro note; o di informare comunque il mercato delle vendite di numerosi titoli in atto da parte di alcune banche in grado di incidere sul controllo della società e dunque anche sulla valutazione del titolo». Il giudice escluse, invece, che fosse obbligo delle banche, in quanto soci (quantunque di controllo), di informare il mercato della situazione di crisi della società, rientrando questo genere di informazioni nella competenza del consiglio di amministrazione, responsabile della gestione.

I risparmiatori avevano agito in giudizio chiedendo, da un lato, l'annullamento dei loro contratti di investimento per dolo del terzo e, dall'altro, il risarcimento del danno aquiliano pari alla perdita netta dell'investimento. Il giudice respingeva la prima domanda in quanto gli attori non avevano assunto la veste di controparti contrattuali delle banche convenute, «poiché non hanno comprato i titoli direttamente dalle banche che li dismettevano, avendoli negoziati sul mercato».

Quanto al risarcimento del danno, il giudice ammetteva che potesse ritenersi sussistente nel caso di specie un danno ingiusto da lesione di un interesse «protetto come effetto riflesso (o di rimbalzo) di una norma, anche a ciò diretta, ma perseguente diverse finalità, soprattutto pubblicistiche, come nel caso in questione, ove la normativa sull'*insider trading* tutela in via diretta la sicurezza del mercato e l'interesse generale al corretto svolgimento degli scambi sui valori mobiliari, e in via del tutto mediata gli investitori». In particolare, il giudice ritenne di qualificare il danno ingiusto patito dai risparmiatori quale danno da assoggettamento a un maggior margine di rischio. Escluse, pertanto, che lo stesso si potesse «quantificare sulla base di un calcolo matematico della differenza tra quanto investito e quanto perso (danno emergente)», anche in considerazione del fatto che «se la condotta delle banche fosse stata conforme al diritto […], seguendo un criterio di ragionevolezza che tenga conto delle circostanze del caso,

la probabilità che gli attori avessero desistito dall'acquistare il titolo sarebbe stata solamente ridotta, perché si trattava di operare una scelta in un periodo in cui i risultati sulla situazione semestrale non erano noti e sulla scena apparivano profilarsi anche gruppi interessati all'acquisto dei titoli […]. Gli attori erano dunque speculatori che probabilmente avrebbero investito in altri titoli solo se avessero saputo che, in realtà, non era fondata la voce sull'interesse di alcuni gruppi all'acquisto della società […]».

Il giudice escluse che il danno risarcibile nel caso di specie fosse un «danno equivalente alla perdita di *chance* di investire su altri titoli con le stesse caratteristiche e con gli stessi margini di rischio». Escluse, inoltre, che gli attori avessero «diritto ad ottenere un risarcimento che li compens[asse] integralmente delle perdite, che probabilmente avrebbero potuto subire ugualmente». Ai risparmiatori venne quindi, come detto, accordato il risarcimento del danno da assoggettamento ad un maggior margine di rischio, liquidato in via equitativa sulla «base della quotazione media del titolo nel periodo immediatamente anteriore alle massicce dismissioni da parte delle banche e (de)l prezzo finale del medesimo ad esaurimento delle dismissioni da parte delle banche». Il giudice escluse, invece, la risarcibilità del danno morale in quanto gli attori «non sono stati considerati parti offese del commesso illecito penale né risultano avere provato un danno all'immagine, alla propria reputazione o esistenza stessa in conseguenza del comportamento illecito delle banche».

5.2.3. Le difficoltà a riconoscere l'applicabilità dell'art. 2043 cod. civ. ai casi di *insider trading*.

Alla luce di questa presa di posizione del giudice civile residua comunque qualche incertezza in ordine all'individuazione del danno ingiusto ammesso al risarcimento. Si tratta, infatti, di stabilire se i risparmiatori possano considerarsi titolari di un proprio interesse all'*integrità del mercato*, nel qual caso non vi sarebbe ragione per escludere la risarcibilità anche del danno non patrimoniale. Se invece l'*integrità del mercato* deve considerarsi un interesse diffuso e adespota, il riconoscimento di un danno patrimoniale risarcibile in capo ai singoli

investitori impone di identificare la natura dell'interesse individuale ingiustamente leso dall'abuso di informazioni privilegiate[274].

Ma anche al di là di questo profilo, l'applicazione all'*insider trading* dell'art. 2043 cod. civ. si scontra con la difficoltà di ravvisare una relazione causale giuridicamente apprezzabile fra il mancato guadagno o l'incremento di spesa degli investitori e il profitto conseguito dall'*insider* grazie all'abuso. Tale rapporto causale viene contraddetto dalla circostanza che il danno economico degli investitori è, di regola, correlato alla mancata comunicazione al mercato dell'informazione *price sensitive* da parte dell'emittente: è questa, spesso, la ragione determinante del mancato aggiornamento del prezzo dei titoli su cui gli investitori si trovano ad operare. Cosicché l'abuso dell'*insider* rappresenta una circostanza accidentale per i *contemporaneous investors*, che vale di per sé solo a dimostrare che esistono informazioni *price sensitive* non assorbite dal mercato.

Gli investitori subirebbero la medesima perdita economica anche nel caso in cui il valore speculativo dell'informazione privilegiata venisse capitalizzato dall'emittente con il legittimo compimento dell'operazione cui l'informazione si riferisce. Come si è detto, non vi sarebbe luogo a discorrere di danno ingiusto da abuso di informazioni privilegiate ove la ritardata comunicazione al mercato di un'informazione *price sensitive* da parte dell'emittente risultasse legittima. Inoltre, il dovere dell'emittente di comunicare al mercato senza indugio tutte le informazioni *price sensitive* che lo riguardano, corrisponde alla tutela di un interesse pubblicistico, la cui violazione risulta sanzionata, solo in via amministrativa, dall'art. 193 TUF. È poi dubbio che alla ritardata comunicazione di informazioni *price sensitive* da parte dell'emittente si correli senz'altro la lesione di una situazione giuridica protetta in capo ai singoli investitori, su cui fondare la qualificazione di ingiustizia del danno economico che essi lamentino per aver operato in una situazione di asimmetria informativa.

---

[274] Il danno ingiusto di cui la sentenza accorda il risarcimento agli investitori potrebbe essere decodificato, sulla scorta della giurisprudenza che origina dal caso De Chirico, come danno da lesione della libertà contrattuale. Tuttavia, nel caso di specie, non ne viene ammesso l'integrale risarcimento, pari alla perdita netta dell'investimento. In questo caso il nesso causale fra la condotta dell'*insider* e il danno agli investitori viene ritenuto sussistente solo in relazione al maggior margine di rischio cui i risparmiatori si sono inconsapevolmente esposti, quantificato in una somma pari al 20-25% dell'investimento iniziale.

Non si può dunque ammettere che gli investitori possano pretendere dall'*insider*, a titolo di risarcimento del danno da abuso di informazioni privilegiate, quanto non potrebbero pretendere dall'emittente. Non si potrebbe, del pari, ricorrere all'azione di responsabilità extracontrattuale di cui all'art. 2395 cod. civ. nei casi in cui *insider* fossero gli amministratori dell'emittente. Le stesse ragioni sopra illustrate portano ad escludere la responsabilità civile dell'*insider* quantomeno nei casi in cui il pregiudizio economico lamentato dagli investitori sia da collegare ad un legittimo ritardo dell'emittente nella comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate di cui si è avvalso l'*insider*.

In conclusione, la tutela del patrimonio dell'investitore nei confronti di chi abusa del mercato, nel caso qui considerato, non sembra potersi efficacemente fondare sulla clausola generale dell'ingiustizia del danno[275].

5.3. Considerazioni di sintesi.

L'analisi svolta ai precedenti paragrafi ha mostrato le difficoltà di ipotizzare una responsabilità civile a carico degli emittenti e degli organi di essi per false informazioni sul mercato secondario, ovvero a carico degli *insider* per episodi di *insider trading*. Queste difficoltà pongono effettivamente un problema che, alla radice, coinvolge ancora una volta il corretto equilibrio tra *public* e *private enforcement*.

E del resto non appare un caso che la tutela civilistica dell'*integrità del mercato*, per gli illeciti manipolatori commessi sui mercati finanziari, sia attribuita dall'art. 187-*undecies* TUF alla Consob che pure svolge anche il ruolo di guardiano del mercato ed esercita dunque specifiche funzioni di *public enforcement*.

La legittimazione della Consob all'esercizio dell'azione di risarcimento dei danni da lesione dell'*integrità del mercato*, la cui funzione assume a mio avviso una colorazione di tipo punitivo, appare in questo senso come una soluzione

[275] Nello stesso senso GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, *cit.*, p. 299. V. anche C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, *cit.*, p. 200 ss., che ha ipotizzato, per poi escluderne in concreto la possibilità, di fare applicazione della clausola generale di cui all'art. 2041 cod. civ.

alquanto originale ma forse anche inopportuna. Si tratta, invero, di una misura che non rimedia ad una perdita subita ma sanziona ulteriormente la condotta dell'autore dell'illecito. Pertanto, l'istituto della responsabilità civile viene piegato dalla legge ad una funzione che non gli è propria con il risultato di triplicare, senza utilità, l'effetto deterrente già assolto dal sistema delle sanzioni penali ed amministrative prefigurato con riferimento agli abusi del mercato. Ne deriva, quale possibile e pernicioso effetto collaterale, il rischio che gli investitori si ritrovino di fatto privati di qualsiasi possibilità di compensazione dell'impoverimento, invero del tutto concreto, che deriva loro dall'altrui abuso di informazioni privilegiate (ché altrimenti vi sarebbero anche evidenti problemi di *overdeterrence*). Come già notato, l'inopportunità di attribuire alla Consob anche una misura preventivo-punitiva di tipo civile è altresì evidenziata dalla circostanza che la legge non prevede, sulle somme incamerate dalla Consob in sede sanzionatoria e risarcitoria, alcun vincolo di destinazione a favore degli investitori danneggiati dagli abusi del mercato.

Allo stato della legislazione attuale, e tenuto conto del fatto che la predicabilità di una responsabilità civile nei confronti dei risparmiatori per fatti lesivi dell'*integrità del mercato* è, come detto, alquanto dubbia, appare in definitiva assai carente l'apparato di *private enforcement* che pur dovrebbe contribuire ad assicurare tutela all'*integrità del mercato*.

6 Conclusioni.

In sede di premesse, nell'illustrare l'oggetto della presente indagine, ho precisato che sarebbero stati offerti una serie di temi utili alla trattazione dei numerosi profili involti dallo studio del principio generale dell'*integrità del mercato*.

In questa prospettiva, dunque, attraverso una analisi della nozione di *integrità del mercato*, condotta con gli strumenti propri della gius-economia nonché attraverso le elaborazioni dottrinali e le pronunce giurisprudenziali che si sono espresse sulle disposizioni del TUF che fanno esplicito riferimento a tale nozione, sono pervenuto a definire l'*integrità del mercato* come un principio espressivo di un interesse collettivo acché sia preservata la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato.

Un interesse collettivo che, nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari, è tutelato dall'ordinamento sul piano giuspolitico in ragione della necessità non tanto di impedire che il prezzo di mercato risulti non «vero», ma che la distanza dalla «verità» sia il risultato non dei meccanismi spontanei del mercato e delle sue oggettive inefficienze bensì di comportamenti finalizzati ad accrescerla artificialmente.

Garantire l'*integrità del mercato* rappresenta allora un'esigenza strettamente correlata alla conservazione della fiducia degli agenti di mercato nel funzionamento del mercato medesimo.

Conseguentemente, lo si è visto, l'interesse collettivo all'*integrità del mercato* si risolve nella tutela di due momenti strettamente irrelati:

a) che sia preservata una struttura di mercato efficiente e concorrenziale;

b) che (dunque) il consumatore possa scegliere liberamente senza inganni.

Al fine di raggiungere tali obiettivi, quanto meno in relazione ai mercati finanziari – oggetto principale della presente trattazione, quale settore nel quale il danno all'*integrità del mercato* mostra con più immediatezza i suoi effetti – è

senz'altro indispensabile una efficace struttura di *public enforcement* affidata alle autorità di vigilanza alle quali è attribuito il compito di porre gli strumenti regolatori più efficaci per assicurare l'*integrità del mercato* e reprimere le relative violazioni (si v. l'esempio ampiamente trattato delle vendite allo scoperto).

Accanto a tale attività, appare altresì opportuno che siano valorizzati gli strumenti e le tecniche di tutela proprie del diritto privato (c.d. *private enforcement*), che possono per vero acquisire una (indiretta) efficacia regolatoria talvolta più pervasiva di quella ottenibile attraverso i pubblici poteri.

È noto, infatti, che i rimedi offerti dal diritto privato possono contribuire agli obiettivi regolatori già perseguiti da *public authorities*, coprendo i limiti propri dell'attività di queste ultime, giacché essi:

a) sono rimessi all'iniziativa del singolo soggetto che lamenta un pregiudizio, incentivato dalla prospettiva di ricavarne un risarcimento che viene imputato direttamente al suo patrimonio (mentre, salvo casi peculiari, i privati non beneficiano direttamente delle sanzioni pecuniarie pubblicistiche);

b) inducono una migliore circolazione delle informazioni per la scoperta degli illeciti che altrimenti sarebbero affidate alle iniziative di un unico ed accentrato apparato burocratico;

c) determinano un risparmio dei costi per le pubbliche autorità dal momento che gli oneri dell'azione privata gravano evidentemente sull'attore.

Vero è, d'altro canto, che il congiunto operare di *public* e *private enforcement* può condurre a forme di iperregolazione o a duplicazioni di sanzioni che, come noto, sono causa di un eccesso di deterrenza che si riflette in un aumento dei costi sociali nonché, in ultimo, un maggior costo per il consumatore finale non compensato da nessun effettivo beneficio.

In questo senso non è allora irragionevole ritenere che il nuovo strumento processuale dell'azione di classe, oltre che per ragioni testuali e sistematiche, non possa trovare applicazione ai casi di responsabilità civile per danno all'*integrità del mercato* anche per ragioni più strettamente riferibili a esigenze di politica del

diritto, giacché trattasi di interesse collettivo e non individuale del consumatore già protetto dall'azione della Consob, anche sul piano civile (ai sensi dell'art. 187-*undecies* TUF).

Più discutibili sono, invece, i limiti che l'azione privata a tutela dell'*integrità del mercato* può incontrare anche quando svolta sul piano individuale.

Come sembrerebbe risultare dalla disamina svolta con riferimento alla responsabilità civile per danni da mancate informazioni sul mercato secondario e per i danni conseguenti a fatti di *insider trading*, la disciplina della responsabilità civile recata dal nostro ordinamento non è di agevole applicazione ai fatti che pregiudicano l'interesse collettivo all'*integrità del mercato* quali sono esemplarmente quelli appena presi in considerazione. Ciò è dovuto:

i) sia alla struttura tendenzialmente riparatoria e non sanzionatoria della responsabilità civile;

ii) sia alle difficoltà di prova del nesso causale e dell'ingiustizia del danno.

Nell'attuale contesto, dunque, la tutela dell'*integrità del mercato* è caratterizzata da modelli di disciplina e regolazione tipici del diritto pubblico: regimi di autorizzazioni (si pensi alle prescrizioni che governano in via preventiva l'attività degli intermediari e degli emittenti); imposizione di obblighi, limiti e divieti (si pensi alle nuove prerogative attribuite dall'art. 127 TUB alla Banca d'Italia o alla attività preventiva posta in essere negli ultimi tre anni dalla Consob per circoscrivere il fenomeno, ritenuto a torto o a ragione pernicioso per il funzionamento del mercato finanziario, delle vendite allo scoperto); comminazione di sanzioni, anche sottoforma «civile» (si pensi ancora alle attività repressive della Consob degli abusi di mercato e alle prerogative che sono attribuite all'Autorità dall'art. 187-*undecies* TUF).

Appaiono, invece, largamente limitate nella loro operatività le tecniche di regolazione e di tutela tipiche del diritto privato, come è in definitiva comprovato proprio dalla circostanza che anche le pretese risarcitorie connesse a danni all'*integrità del mercato* conseguenti agli abusi di mercato sono state attribuite dalla legge, segnatamente dal citato art. 187-*undecies* TUF, ad una autorità statale,

la Consob, con tutte le contraddizioni e i profili critici che tale scelta del legislatore ha posto[276].

Tale limitazione deriva, a mio avviso, dal fatto che i positivi effetti per la tutela dell'*integrità del mercato* connessi all'applicazione dei rimedi offerti dal diritto privato, in termini soprattutto di iniziativa affidata al singolo, a fianco alla attività repressiva delle autorità pubbliche non possono evidentemente dispiegarsi là dove al singolo non è assicurata (o comunque è largamente aleatoria per le difficoltà di fare applicazione della clausola generale della responsabilità civile) la potenziale apprensione di una utilità economica[277].

Nell'attesa che tali difficoltà possano essere superate mediante una interpretazione evolutiva e funzionale della clausola della responsabilità civile è allora quanto mai opportuna una revisione delle attribuzioni e della struttura delle autorità indipendenti che operano nel nostro paese al fine di assicurare un rafforzamento ed una maggiore efficacia al *public enforcement* dell'interesse collettivo all'*integrità del mercato*.

Di là da come una tale riforma debba essere strutturata, tema sul quale non mi sento di esprimermi[278], essa appare soprattutto nell'attuale momento storico indispensabile per ricostruire la fiducia[279] - nella quale, appunto, secondo la tesi qui patrocinata, l'*integrità del mercato* si risolve – degli agenti del mercato nel corretto funzionamento del medesimo.

---

[276] Con rinuncia ad affrontare approfonditamente il tema per economia di trattazione, si veda per una analoga prospettiva riferita alla tutela dell'ambiente, che per certi versi pone difficoltà che possono essere accostate a quelle dell'*integrità del mercato*, il recente contributo di U. SALANITRO, *Tutela dell'ambiente e strumenti di diritto privato*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, *cit.*, p. 381 ss. Come noto, la disciplina della responsabilità per danno all'ambiente, introdotta dall'art. 18 della legge 8 luglio 1986, n. 349 e riformulata dagli artt. 299 del d. lg. 3 aprile 2006, n. 152 prevede che chi danneggia l'ambiente è tenuto al risarcimento del danno nei confronti dello Stato.

[277] Del resto, proseguendo nel paragone con la disciplina della responsabilità per danno all'ambiente, tale ultima disciplina, in maniera assai speculare con quanto il TUF stabilisce per il danno all'*integrità del mercato*, prevede, come detto, che chi danneggia l'ambiente è tenuto al risarcimento del danno nei confronti dello Stato (non dei singoli).

[278] Per una articolata proposta v. G. NAPOLITANO – A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, *cit.*, pp. 57 ss. e 75 ss.

[279] Sulla circostanza che l'ordinamento debba disporre di regole vincolanti per preservare la "fiducia" tra gli agenti economici e dunque per assicurare gli scambi ed il conseguente aumento del benessere complessivo v. esemplarmente F. ROMANI, *Appunti sull'analisi economica dei contratti*, in *Il confronto delle idee. Rileggere Franco Romani*, a cura di G. Dallera – G. Lauricella – F. Pulitini, Catanzaro, 2008, p. 50 ss.

In questo senso, eventuali ipotesi di riforma dovrebbero muovere dalla considerazione che la funzione di tutela degli investitori non può risolversi unicamente in una funzione di trasparenza[280]: tale tradizionale impostazione appare del resto, inadeguata almeno per il contesto italiano dove il mercato al dettaglio è meno caratterizzato da un investimento azionario diretto, e risulta, piuttosto, connotato da un forte ruolo delle reti distributive bancarie e dal ricorso all'investimento indiretto in prodotti e servizi di gestione del risparmio.

Grazie anche all'affermarsi degli studi di economia comportamentale pare, infatti, acquisita, almeno nell'ambito dei mercati finanziari, la consapevolezza di un necessario ampliamento dei poteri normativi e di *enforcement* riconosciuti alle autorità di vigilanza. Del resto, con specifico riguardo agli investitori *retail*, l'attuale fase storica che conosce il declino del *welfare state* aumentando la necessità di investimenti a lungo termine e l'impatto della crisi finanziaria impongono un rafforzamento degli strumenti regolatori che salvaguardi gli investitori da rischi generali di mercato potenzialmente non gestibili e tenga conto della strutturale vulnerabilità dell'investitore e i limiti cognitivi che possono affliggere le sue decisioni[281].

---

[280] Tale tradizionale concezione, di stampo anglosassone, riecheggia in più occasioni nel diritto dell'Unione europea. A tenore della direttiva sul prospetto, «l'informazione è un fattore chiave della tutela dell'investitore» (considerando n. 21, Direttiva 2003/71/CE), sicché «la tutela degli investitori [va] assicurata mediante l'obbligo di pubblicazione di informazioni affidabili» (considerando n. 27, Direttiva 2003/71/CE); mentre, di contro, «lo squilibrio delle informazioni e la mancanza di trasparenza rischiano di compromettere il funzionamento dei mercati e soprattutto di danneggiare i consumatori ed i piccoli investitori» (considerando n. 41, Direttiva 2003/71/CE; negli stessi termini, in materia di abusi di mercato, considerando n. 43, Direttiva 2003/6/CE). Analoghe formulazioni si ritrovano nelle direttive sugli obblighi di trasparenza, per la quale le «disposizioni riguardanti gli obblighi di trasparenza devono mirare a garantire un elevato livello di tutela degli investitori» (considerando n. 2, Direttiva 2007/14/CE), con l'ulteriore precisazione che «l'applicazione efficace [degli] obblighi di informazione comunitari presuppon[e] un adeguato controllo da parte dell'autorità competente» (considerando n. 23, Direttiva 2004/109/CE).

[281] In questi termini si è esprime il recente contributo di PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, *cit.*, p. 844.

7. Bibliografia

G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainity and the Market Mechanism*, in *Q. J. Econ.*, 84, 1970, p. 488.

A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Corr. giur.*, 2008, pp. 107 ss.

A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto,* Napoli, 2003, p. 100 ss.

G. ALPA, *L'art. 140-bis del codice del consumo nella prospettiva del diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2010, pp. 379 ss.

G. ALPA, *L'azione collettiva risarcitoria. Alcune osservazioni di diritto sostanziale*, in *Corr. merito*, 2008, 7, p. 769.

C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contrat. impr. europ.*, 2007, 1, pp. 181 ss.

D. AMADEI, *L'azione di classe italiana per la tutela dei diritti individuali omogenei*, in *Judicium.it.*

G. AMADIO, *Inattuazione e risoluzione: la fattispecie*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, V, *Rimedi* a cura di V. Roppo, Milano, 2006, pp. 1 ss.

G. AMATO – F. DENOZZA – H. SCHWEITZER – A. NICITA – D. STALLIBRASS, *Tutela della concorrenza e tutela dei consumatori. Due fini confliggenti*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, pp. 381 ss.

C. AMATUCCI, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario (Divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell'art. 2395 cod. civ.)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1342.

C. AMATUCCI – A. DI AMATO, *Insider trading*, Milano, 1993, pp. 143 ss.

M. AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario finanziario e sanzioni,* nota a Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Contratti*, 2005, p. 1085.

C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 49 ss.

C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, pp. 270 ss.

C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pp. 15 ss.

F. AROSSA, *Gli scomodi confini dell'azione collettiva risarcitoria all'italiana: diseconomie del suo ambito di applicazione*, in *AGE*, 2008, I, p. 38.

T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e interesse del consumatore*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, pp. 35 ss.

T. ASCARELLI, *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, p. 191.

N.W. AVERITT, R.H. LANDE, *Using the "Con-sumer Choice" Approach to Antitrust Law*, in *Antitrust Law Journal*, 74, 2007, p. 175.

F. BACCO, *Il delitto di aggiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni «mascherate»*, nota a Tribunale di Milano 27 marzo 2006, in *Giur. merito*, 2008, 9, p. 2298.

G. BALP, *I finanziamenti dei soci "sostitutivi" del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 345 ss.

M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e private enforcement della disciplina antitrust)*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, pp. 57 ss.

A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *AGE*, 2003, pp. 387 ss.

A. BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1992, p. 138.

A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10, Torino, 1993, pp. 219 ss.

S. BASTIANON, *Antitrust e risarcimento del danno: atto secondo*, in *Danno e resp.*, 1997, p. 602.

S. BASTIANON, *Antitrust e tutela civilistica: anno zero*, in *Danno e resp.*, 2003, pp. 396 ss.

S. BASTIANON, *Il risarcimento del danno per violazione del diritto antitrust in Inghilterra e in Italia*, in *Danno e resp.*, 1998, p. 1066.

S. BASTIANON, *L'abuso di posizione dominante*, Milano, 2001, p. 357.

S. BASTIANON, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. un. eur.*, 2008, 2, pp. 255 ss.

S. BASTIANON, *Nullità «a cascata»? Divieti antitrust e tutela del consumatore*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 1067.

S. BASTIANON, *Violazione della normativa antitrust e risarcimento del danno*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 555.

S. BASTIANON, *Tutela risarcitoria antitrust, nesso causale e danni "lungolatenti"*, nota a Cass. 2 febbraio 2007, n. 2305, in *Corr. giur.*, 2007, p. 641.

E. BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, nota a Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Contratti*, 2006, p. 460.

G.S. BECKER - G.J. STIGLER, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in *J. Leg. Stud.*, vol. 3, 1974, p. 1.

E. BELLINI, *Class action e mercato finanziario: l'esperienza nordamericana*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 825.

E. BELLINI, *Risarcimento per danno all'integrità del mercato e all'immagine della Consob*, in *Danno e resp.*, 2007, p. 797.

R. BIANCHI, *Tutela aquiliana antitrust: verso un nuovo sottosistema della responsabilità civile?*, nota a Cass. 2 febbraio 2007, n. 2305, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1, p. 616.

F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano 2004, p. 215.

A. BRIGUGLIO, *L'azione collettiva risarcitoria*, Torino, 2008.

E. BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2011, 2, p. 246.

E. BRODI, *Illecito antitrust e risarcimento del danno in alcuni recenti casi di abuso di posizione dominante*, in *Riv. soc.*, 2008, 6, p. 1440.

S. BRUNO - A. ROZZI, *La Market Abuse Directive e la tutela della Consob: il risarcimento della Commissione in caso di aggiotaggio*, nota a Tribunale Milano, 21 dicembre 2006, in *Corr. giur.*, 2007, pp. 1136 ss.

S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000.

S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. impr.*, 2001, p. 1287.

N. BRUTTI, *Responsabilità per danni agli investitori e scheme liability,* in *Resp. civ. prev.* 2008, 9, p. 1932.

F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, pp. 572 ss.

F. D. BUSNELLI, *La lesione del credito da parte del terzo*, Milano, 1964.

F. CALISAI, *La violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari - il contratto di intermediazione davanti ai giudici, fino alla tanto attesa (o forse no) pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, p. 1189.

M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2008, I, p. 445.

M. CAPECCHI, *Il nesso di causalità*, Padova, 2005, pp. 232 ss.

I. CAPELLI, *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, pp. 99 ss.

R. CAPONI, *La class action in materia di tutela del consumatore in Italia*, in *Foro it.*, 2008, V, p. 282.

E. CAPPAGLI, *Perdita di una "chance" e risarcibilità del danno per ritardo nella procedura di assunzione*, nota a Cass. 19 novembre 1983, n. 6909, in *Foro it.*, 1984, I, c. 1830.

F. CAPRIGLIONE, *Accesso ex lege n. 241 del 1990 e "diritto di difesa"*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2005, II, p. 605.

U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, 1988, p. 83.

A. M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole di vigilanza del mercato finanziario europeo. Opportunità, limiti, nuove soluzioni*, Roma, 2007, p. 41.

M. CARPAGNANO, *Prove tecniche di private enforcement del diritto comunitario della concorrenza*, nota a Corte di Giustizia 13/07/06, causa C-295-298/04, in *Danno e resp.*, 2007, p. 19.

M. CARPAGNANO, *Una pietra sopra. Commento alla sentenza della Corte di Cassazione n. 2305/07 in tema di private enforcement*, in *Danno e resp.,* 2007, p. 769.

G. CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, pp. 186 ss.

G. CARRIERO, nota a Tribunale di Milano 14 febbraio 2004, in *Foro it.*, 2004, I, c. 1581.

G. CARRIERO, *Responsabilità delle imprese e interessi collettivi: spunti di riflessione*, *Riv. dir. pubbl. it. com. e comp.,* 2008, 24, pp. 1 ss.

P. CASSINIS, *I nuovi poteri dell'autorità nell'ambito della dialettica tra public e private enforcement*, in *Contr. impr. eur.*, 2006, p. 719.

C. CASTRONOVO, *Antitrust e abuso di responsabilità civile*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 469 ss.

C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, 3, Milano, 2006, pp. 492 ss.

C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile antitrust: balocchi e profumi*, in *Danno e resp.*, 2004, pp. 1165 ss.

C. CAVALLINI, *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. soc.*, 2010, 5, pp. 1115 ss.

F. CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, pp. 419 ss.

E. CESARO e F. BOCCHINI (a cura di), *Azione collettiva risarcitoria (Class action)*, Milano, 2008.

Y. K. CHE, *Revolving Doors and the Optimal Tolerance for Agency Collusion*, in *Rand J. Econ.*, 26, 1995, p. 387.

F. CINTIOLI, *The Interpretation of Competition Law between the Legal Method and the Economic Approach*, in *Dir. Un. Eur.*, 2007, pp. 873 ss.

R. COASE, *The problem of social cost*, in *J. L. & Econ.*, 3, 1960, pp. 1 ss.

J.C. COFFEE JR., *Reforming the Securities Class action: An Essay On Deterrence and Its Implementation*, in. *Colum. L. Rev.*, 106, 2006, pp. 1534 ss.

J.C. COFFEE JR., *Rescuing The Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is not Working*, in *Md. L. Rev.*, 42, 1983, p. 227.

M.A. COHEN - P.H. RUBIN, *Private enforcement of Public Policy*, in *Yale J. on Reg.*, 3, 1985, pp. 167 ss.

R. COOTER, U. MATTEI, P.G. MONATERI, R. PARDOLESI, T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Fondamenti, II, Bologna 2006, pp. 151 ss.

R. COOTER-T. ULEN, *Law and economics*, Boston-San Francisco, 2004, pp. 43 ss.

G. CORSO, *L'ordine pubblico*, Bologna, 1979.

G. COSTANTINO, *La tutela collettiva risarcitoria 2009: la tela di Penelope*, in *Foro it.*, 2009, V, pp. 388 ss.

R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova 2004, pp. 8 ss.

R. COSTI, *Il Mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 100.

G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Giur it.*, 2008, p. 353.

A. CRESPI, *Le argomentazioni "en forme de poire" e i nuovi itinerari della pecunia doloris*, in *Riv. soc.*, 2007, 6, p. 1359.

F. CRISCUOLO, *La comitologia: problemi teorici e vantaggi pratici*, in *Comunità internaz.*, 1999, p. 740.

L. DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea. Sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Milano, 2010, pp. 126 ss.

A. DE CUPIS, *Il risarcimento della perdita di una chance*, in *Giur. it.*, 1987, p. 1181.

G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, pp. 436 ss.

F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO *Contro l'utilizzazione dell'«approccio economico» nell'interpretazione del diritto antitrust*, in *Merc conc. reg.*, 2006, pp. 563 ss.

F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. "tipi" protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in www.agcm.it.

F. DENOZZA - L. TOFFOLETTI, *Compensation function and deterrence effects of private actions for damages: the case of antitrust damage suits*, 2008, disponibile su http://ssrn.com/abstract=1116324.

F. DENOZZA, *Norme efficienti, l'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano 2002, pp. 33 ss.

F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 3, pp. 379 ss.

A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amorosino, Milano 2008, pp. 100 ss.

A. DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli, 2004.

A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, nota a Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1273.

A. DI MAJO, *La nullità*, in *Trattato Bessone, Il contratto in generale*, VII, Torino, 2002.

A. DI MAJO, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, pp. 539 ss.

A. A. DOLMETTA, *Normativa di trasparenza e ruolo della Banca d'Italia*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1998, I, p. 40.

F. DURANTE, *Responsabilità per omessa vigilanza, missione della Consob e ruolo della giurisprudenza*, Nota a Tribunale Roma, 28/04/2008 n. 8844, sez. II e Tribunale Roma, 18/04/2007 n. 7856, sez. II, in *Giur. merito* 2009, 3, p. 625.

F.H. EASTERBROOK, *Detrebling Antitrust Damage*, in *J.L. & Econ.*, 28, 1985, pp. 445 ss.

M. EGIDI, *Dalla razionalità limitata all'economia comportamentale*, in *Le nuove economie*, a cura di R. Viale, Milano, 2005, pp. 173 ss.

F. EMANUELE, *La tutela collettiva risarcitoria: il modello italiano di class action*, convegno del 24 novembre 2010 - Aula magna della Corte di Cassazione.

L. A. EMILIOZZI, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, nota a Trib. Cosenza, 1° marzo 2006, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 111.

L. ENRIQUES, *Dum Romae consulitur...Verso una nuova disciplina comunitaria del conflitto d'interessi nei servizi di investimento*, in *Banca impresa soc.*, 2004, p. 447.

L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in www.consob.it, pp. 3 ss.

F.H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, *Harvard University Press*, *Cambridge MA*, 1991, p. 280.

G. FAELLA, nota a Cass. 21 luglio 2003, n. 11322, in *Foro it.*, 2004, I, c. 155.

E.F. FAMA, *A review of theory and empirical work*, in *J. Fin.*, 25, 1970, pp. 383 ss.

E. FAZZUTTI, *Commento all'Art. 2467*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, pp. 48 ss.

T. FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Giust. civ.*, 2008, p. 2775.

L. FERRARESE, *Le norme statunitensi sulle azioni collettive: analisi comparativa con la normativa italiana e spunti di riflessione*, in *La Resp. Civ.*, 2008, p. 751.

G. FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa soc.*, 2004, p. 413.

G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 43 ss.

G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1996.

G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case*, in *Social Science Research Network*, 2005, http://ssrn.com/abstract=730403, pubblicato in italiano, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, vol. XVIII del Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia a cura di F. Galgano, pp. 197 ss.

G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto,* in *Riv. dir. civ.,* 1996, I, pp. 367 ss.

G.B. FERRI, *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, pp. 969 ss.

G.B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*, Milano, 1970.

J.E. FISCH, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, in *Wiscounsin Law Review*, 2009, p. 333.

S. FORTUNATO, *Clausole generali ed informazione contabile fra integrazione giurisprudenziale e integrazione professionale,* in *Contr. impr.,* 2010, pp. 477 ss.

M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud on the Market Actions*, *J. Corp. L.*, 31, p. 829.

M.B. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in *Columbia Law Review*, 109, 2009, p. 237.

M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, Milano, 2004, p. 622.

M. FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale: una nuova stagione*, nota a Cass. 29 settembre 2005, n. 19024,in *Resp. civ. prev.*, 2006, p. 295.

M. FRANZONI, *Dell'annullabilità del contratto*, in *Il codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1997.

G. FRÈ - G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja - G. Branca, I, Bologna- Roma, 1997, pp. 867 ss.

A. FRIGNANI – P. VIRANO, *L'Azione di Classe italiana. Effetti (e rimedi) nel rapporto tra banche e clienti*, in judicum.it, § 4.3.

M. GAETA, *Responsabilità oggettiva degli intermediari e validità dei contratti di investimento*, nota a Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Contratti,* 2005, p. 585.

M. A. GALEOTTI FLORI, *La postergazione dei crediti per finanziamenti dei soci a favore della società a responsabilità limitata rispetto alla soddisfazione degli altri creditori disciplinata dall'art. 2467 cod. civ. potrebbe intendersi estesa anche ai finanziamenti eseguiti dai soci della società per azioni? Non constano sufficienti ragioni interpretative della norma per giustificarne l'estensione analogica*, in *Foro toscano*, 2005, pp. 324 ss.

F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, pp. 1 ss.

F. GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. impr.*, 1985, pp. 380 ss.

F. GALGANO, *Della nullità del contratto*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna – Roma, 1998, pp. 78 ss.

F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in Trattato Cicu – Messineo – Mengoni, Milano, 1998, p. 246.

D. GALLETTI, *Servizi di investimento: patologie del rapporto e responsabilità*, in www.judicium.it, § 2.

L. GALLINO, *Finanzcapitalismo, la civiltà del denaro in crisi*, Torino, 2011, pp. 5 ss.

P. GALLO, *Responsabilità precontrattuale: la fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, pp. 295 ss.

M. GATTI, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 792.

F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, XIII ed., Napoli 2007, p. 1230.

A. GENOVESE, *Funzione e quantificazione del risarcimento. Considerazioni relative al danno da illecito antitrust*, in http://www.lex.unict.it/atti/0506-10-07/anna_genovese.pdf.

A. GENOVESE, *Funzione e quantificazione del risarcimento. Considerazioni relative al danno da illecito antitrust*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, pp. 238 ss.

A. GENOVESE, *Risarcimento del danno in favore del consumatore che conclude il contratto attuativo di un'intesa vietata: l'intervento delle Sezioni Unite* nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, p. 120.

G. GENOVESI, *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*, nota a Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Corr. giur.,* 2006, p. 670.

A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, pp. 569 ss.

A. GENTILI, *Le invalidità*, in *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, II, Torino, 2006, pp. 1407 ss.

F. GHEZZI, *Clemenza e deterrenza nel diritto antitrust: l'utilizzo dei leniency programs nella lotta contro cartelli e intese hardcore*, in AA.VV., *Scritti in onore di Guido Rossi*, tomo 2, Milano, 2002, pp. 869 ss.

F. GHEZZI, *L'applicazione del diritto antitrust sotto la Presidenza Catricalà: obiet-tivi e priorità nella disciplina delle intese*, in www.antitrustisti.net, p. 2.

F. GHEZZI, *Verso un diritto antitrust comune? Il processo di convergenza delle discipline statunitense e comunitaria in materia di intese*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 499 ss.

S. GILOTTA, *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*, nota a Tribunale Milano, 21 dicembre 2006, in *Giur. comm.*, 2007, 6, p. 1291.

R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, pp. 554 ss.

G. GITTI e A. GIUSSANI (a cura di), *La conciliazione collettiva*, Milano, 2009, pp. 3 ss.

E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, nota a Tribunale Milano 19 aprile 2011, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2011, 6, pp. 794 ss.

P. GIUDICI, *Il private enforcement nel diritto dei mercati finanziari*, in www.unict.it.

P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

P. F. GIUGGIOLI, *La nuova azione collettiva risarcitoria. La c.d. class action italiana*, Padova, 2008.

A. GIUSSANI, *Azioni collettive risarcitorie nel processo civile*, Bologna, 2008.

A. GIUSSANI, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, 2008, in http://www.lex.unict.it/atti/0506-10-07/andrea_giussani.pdf.

A. GIUSSANI, *Tutela collettiva e prova del danno*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 2008, pp. 1299 ss.

G. GOBBO, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità contrattuale*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Giur. comm.*, 2008, p. 344.

J.N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *U. Chi. L. Rev.*, 69, 2002, pp. 1235 ss.

F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: violazione di regole comportamentali e tutela secondo le Sezioni Unite*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, p. 547.

A. GUARNERI, *Clausole generali*, in *Digesto disc. priv., sez. civ.*, Torino, 1988, II, pp. 403 ss.

G. GUIZZI, *Struttura del mercato concorrenziale e tutela dei consumatori. Una relazione ancora da esplorare*, in *Foro it.*, 2004, I, c. 479.

H. HOVENKAMP, *The Antitrust Enterprise: Principle and Execution*, Cambridge, H.U.P., 2005.

P. IANNUCCELLI, *Il Private enforcement del diritto della concorrenza in Italia, ovvero può il diritto antitrust servirsi del codice civile?*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 711.

B. INZITARI, *Abuso da intesa anticoncorrenziale e legittimazione aquiliana del consumatore per lesione alla libertà negoziale*, nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Danno e resp.*, 2005, p. 495.

B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, nota a App. Milano 13 novembre 2008, in www.ilcaso.it, n. 168/2009.

L. IRACE, *Commento all'art. 2497-quinquies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, 2003, p. 342.

M. IRRERA, *La nuova disciplina dei « prestiti » dei soci alla società*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003, pp. 139 ss.

M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 3, 1976, p. 305.

R. JHERING, *La lotta per il diritto (1872)*, Bari, 1963, rist. 2003, p. 99.

G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, in www.ilcaso.it, doc. n. 134/2009.

R.H. LANDE - J.B. KIRKWOOD, *The Fundamental Goal of Antitrust: Protecting Consumers, Not Increasing Efficiency*, in *Notre Dame L. Rev.*, 84, 2008, pp. 191 ss.

R.H. LANDE - J.P DAVIS, *Benefits from Private Antitrust Enforcement: An Analysis of Forty Cases*, in *U.S.F. L. Rev.*, 42, 2008, pp. 879 ss.

D.C. LANGEVOORT, *Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, in *Georgetown Public Law Research Paper* n. 624582, p. 2004.

D.C. LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in *U. Pa. L. Rev.*, 140, 1992, pp. 857 ss.

R. LENER - M. RESCIGNO (a cura di), *Class action! (?)*, in *AGE*, n. 1/2008.

R. LENER, *Le "class actions" scomparse*, in *AGE*, I, 2006, p. 136.

G. LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore: il caso 4you*, nota a Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2006, pp. 182 ss.

M. LIBERTINI, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni di norme antitrust*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 953.

M. LIBERTINI, *Ancora sui rimedi civili conseguenti ad illeciti antitrust (II)*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 237.

M. LIBERTINI, *Il ruolo complementare di private e public enforcement*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, pp. 172 ss.

M. LIBERTINI, *La tutela della concorrenza nella Costituzione italiana*, in *Giur. cost.*, 2006, p. 1429.

M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione,* in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 599 ss.

M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, relazione svolta al II Convegno Nazionale di "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma, 11-12 febbraio 2011, consultabile in www.orizzontideldirittocommerciale.it e pubblicata in *Riv. crit. dir. priv.*, 3, 2011, pp. 345 ss.

B. LIBONATI, *Responsabilità extracontrattuale per violazione di norme antitrust*, nota a Cass. SS. UU. 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Corr. giur.*, 2005, p. 333.

C. LO SURDO, *Il diritto della concorrenza tra vecchie e nuove nullità*, in *Banc. bor. tit. cred.*, 2004, I, p. 175.

A. LOLLI, *Commento all'Art. 2467*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, pp. 1806 ss.

R. LUGANO – M. NESSI, *La nuova disciplina della revisione legale prevista dal d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39*, in *Riv. dottori comm.* 2010, 2, p. 325.

A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, nota a Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1418.

G. LUNGHINI, *L'aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 482.

J.R. MACEY, *Efficient capital market, corporate disclosure & Enron*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 754 ss.

J.R. MACEY, *Insider trading: economics, politics, and policy*, American Enterprise Institute, 1991.

E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità civile* diretto da Visintini, 2° vol., Padova, 2009, p. 793 ss.

D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, n. 3/2009, pp. 67 ss.

D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, in *Ilcaso.it*, II, n. 147/2009.

D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2011, 5, pp. 604 ss.

M. MAGGIOLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003.

P.G. MAHONEY, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va. L. Rev.*, 78, 1992, p. 623.

A. M. MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, pp. 71 ss.

L. MANDRIOLI, *La disciplina dei finanziamenti soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, p. 182.

H. MANNE, *Insider trading and the stock market*, New York, 1996.

M. MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, IV, *Rimedi* a cura di A. Gentili, Milano, 2006, pp. 1 ss.

V. MARICONDA, *Le cause di nullità*, in *I contratti in generale* a cura di G. Alpa – M. Bessone, IV, Torino, 1991, pp. 498 ss.

V. MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2007, pp. 637 ss.

G. MARINI, *Il contratto annullabile*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, IV, *Rimedi* a cura di A. Gentili, Milano, 2006, p. 307 ss.

G. MARTIELLO, *"Market abuse" e profili di responsabilità penale individuale*, in *Dir. e prat. società*, 2006, 6, pp. 38 ss.

M.R. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005.

M.R. MAUGERI, *Violazione della disciplina antitrust e tutela dei privati: competenza, prescrizione, duplicazio-ne dei danni e deterrenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, p. 339.

S. MAZZAMUTO, *Il contratto al tempo della crisi*, in *Dr. Europeo*, 2010, pp. 640 ss.

S. MAZZAMUTO, *Rimedi specifici e responsabilità*, Perugia, 2011, pp. 306 ss.

A. MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Dir. banc.*, 2008, I, pp. 691 ss.

A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, t. 1, Milano, 2002, p. 624.

A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, vol. 1, 2002, pp. 209 ss.

C. M. MAZZONI, *Invalidità degli atti giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, p. 225 ss.

S. MENCHINI – A. MOTTO, *Art.* 140-*bis*, in Judicium.it, § 3.

S. MENCHINI (a cura di), *Le azioni seriali*, in *Quaderni de «Il giusto processo civile»*, Napoli, 2008, pp. 11 ss.

G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, 5, p. 720.

L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, pp. 5 ss.

A. MIGNOLI - R. NOBILI, *Amministratori (di società)*, in *Enc. dir.*, vol. II, Milano 1958, p. 144.

G. MINERVINI, *Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni (artt. 2394 e 2395 cod. civ.)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 218.

P. G. MONATERI, *Le fonti dell'obbligazione. La responsabilità civile*, in *Tratt. dir. civ.*, III, diretto da R. Sacco, Torino, 1998, p. 92.

P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 322 ss.

E. MORELATO, *Violazione di obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in *Contr. impr.*, 2006, 6, p. 1616.

M. MOTTERLINI – M. PIATTELLI PALMARINI (a cura di), *Critica della ragione economica*, Milano, 2005.

M. MOTTERLINI, *Cervello, mercati e istituzioni*, in Atti del convegno *Scelte di investimento e regole di tutela - Il ruolo della Finanza Comportamentale tra economia, psicologia e diritto*, Milano, novembre 2010 organizzato da Associazione Preite – Consob, consultabili in www.associazionepreite.it.

C.S. MYERS – S.N. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.*, 13, 1984, pp. 187 ss.

V. NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, pp. 2228 ss.

G. NAPOLITANO – A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, Roma, 2009.

G. NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Giust. civ.*, 2008, p. 1175.

M. NEGRI, *Il lento cammino della tutela civile antitrust: luci ed ombre di un atteso grand arret*, nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 120.

A. NICITA, *Consumatori, Antitrust e Risarcimento del Danno. Le prospettive del Libro Bianco CE*, in *Consumatori, Diritti*, n. 2/2008.

A. NICITA, *Deterrenza, sanzioni e mercato. Una riflessione economica*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, pp. 28 ss.

L. NIVARRA - G. MASSA, *La tutela civile: profili sostanziali*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. Frignani, R. Pardolesi, A. Patronigriffi, L.C. Ubertazzi, Bologna, 1993.

M. NUZZO, voce *Negozio giuridico, IV) Negozio illecito*, in *Enc. Giur. Trec.*, 1990, XX, Roma, pp. 7 ss.

G. OLIVIERI, *Iniziativa economica e mercato nel pensiero di Giorgio Oppo*, in www.associazionepreite.it, § 9 e 10.

M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, pp. 209 ss.

M. ORLANDI, *La risarcibilità del danno causato da una violazione delle norme comunitarie antitrust*, in *Giur. merito*, 2000, IV, p. 971.

C. OSTI, *Abuso di posizione dominante e danno risarcibile*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 105.

G. OSTI, *Sull'azione dei creditori e dei terzi contro gli amministratori di società per azioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1955, p. 808.

I. PAGNI, *La tutela civile antitrust dopo la sentenza n. 2207/05: la Cassazione alla ricerca di una difficile armonia dei rimedi del diritto della concorrenza*, nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Corr. giur.*, 2005, p. 333.

A. PALMIERI, *Intese restrittive della concorrenza e azione risarcitoria del consumatore finale: argomentazioni "extravagantes" per un illecito inconsistente*, nota a Cass. sez. I, 9 dicembre 2002, n. 17475, in *Foro it.*, 2003, I, cc. 1121 ss.

A. PALMIERI, *La class action da danno finanziario*, *Danno e resp.,* 2009, 4, p. 382.

A. PALMIERI – R. PARDOLESI, *Intesa illecita e risarcimento a favore di una parte: "chi è causa del suo mal … si lagni e chieda i danni"*, nota a Corte di Giustizia 20/09/01, causa C-453/99, in *Foro it.*, 2002, IV, p. 75.

A. PALMIERI - R. PARDOLESI, *L'antitrust per il benessere (e il risarcimento del danno) dei consumatori,* nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Foro it.*, 2005, I, p. 1014.

M. PANUCCI, *La disciplina delle azioni collettive risarcitorie*, in *Fiscalità Finanza e Diritto d'Impresa,* marzo 2008.

R. PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, voce del *Digesto delle discipline civilistiche*, sez. privatistica, I, Torino, 1987, pp. 309 ss.

R. PARDOLESI, *Cartello e contratti dei consumatori: da Leibniz a Sansone?*, in *Foro it.*, 2004, I, cc. 469 ss.

R. PARDOLESI, *Chi ha paura dell'interpretazione economica del diritto antitrust?*, in *Merc. conc. reg.*, 2007, pp. 119 ss.

R. PARDOLESI, *Danni punitivi: frustrazione da "vorrei, ma non posso"?*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2007, p. 343.

R. PARDOLESI, *Il danno antitrust in cerca di disciplina (e di identità?) (Nota a Cass. sez. III civ. 2 febbraio 2007, n. 2305)*, in *Foro it.*, 2007, pp. 1102 ss.

E. PASSARO, *Intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi informativi: validità dei contratti e natura della responsabilità risarcitoria*, nota a Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, p. 897.

G. PATTI – S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, in *Il Codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1993.

A. PERIN, *La MiFID e la «privatizzazione» delle tutele*, in www.dirittobancario.it, ottobre 2007.

A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2006, pp. 372 ss.

A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

A. PERRONE, *Shall the big boys play by their own rules? Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 527 ss.

A. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 841 ss.

K. PISTOR - C. HU, *Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*, in www.ssrn.com, pp. 18 ss.

M. POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, nota a Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Contratti*, 2006, p. 446.

A.M. POLINSKY - S. SHAVELL, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in *Harv. L. Rev.*, 111, 1998, p. 869.

G. PONZANELLI, *L'attualità del pensiero di Guido Calabresi: un ritorno alla deterrenza,* in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, II, p. 459.

G. PONZANELLI, *La responsabilità civile. Profili di diritto comparato*, Bologna, 1992.

G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in Trattato G.E. Colombo - G.B. Portale, Torino, 2004, pp. 1 ss.

G.B. PORTALE, *I "finanziamenti" dei soci nelle società di capitali*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2003, I, pp. 663 ss.

G.B. PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 717.

A. POSTIGLIONE, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Società*, 2007, pp. 937 ss.

G. PRESTI, *Commento all'Art. 2467,* in *Codice commentato delle s.r.l.,* diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, pp. 98 ss.

A. PRETO, *La nuova comitologia: prime note alla decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione*, in *Riv. it. dir. pub. com.*, 1999, p. 1502.

A. M. PRINCIGALLI, *Quand'è più si che no: perdita di una "chance" come danno risarcibile,* in *Foro it.*, 1986, I, p. 384.

A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *La responsabilità civile. Strutture e funzioni*, Torino, 2004.

F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, pp. 936 ss.

C. PUNZI, *L'«azione di classe» a tutela dei consumatori e utenti*, in *Riv. dir. proc.*, 2010, pp. 253 ss.

L. PURPURA, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post mifid*, nota a Tribunale Torino 20/02/2008, in *Banc. bors. tit. cred.* 2010, 5, p. 659.

D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, pp. 193 ss.

M. RESCIGNO, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 418.

P. RESCIGNO, *Appunti sulle "clausole generali"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 1 ss.

L. RISTORI, *Il sistema dei limiti alla libertà di iniziativa economica: anatomia del diritto della concorrenza*, in *Conc. Merc.*, 2008.

S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964.

S. RODOTÀ, *Modelli e funzioni della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 585.

S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, pp. 709 ss.

S. RODOTÀ, *Le clausole generali nel tempo del diritto flessibile,* in AA.VV., *Lezioni sul contratto,* raccolte da A. Orestano, Torino, 2009, pp. 97 ss.

G. ROJAS ELGUETA, *Il rapporto tra l'art. 2645*-ter *cod. civ. e l'art. 2740 cod. civ.*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2007, p. 209.

M. ROMANELLI, *Bonds argentini tra servizio di negoziazione ed eventi sopravvenuti*, nota a Trib. Asti, 29 marzo 2007, in *Corr. mer.*, 2007, p. 1023.

F. ROMANI, *Appunti sull'analisi economica dei contratti*, in *Il confronto delle idee. Rileggere Franco Romani*, a cura di G. Dallera – G. Lauricella – F. Pulitini, Catanzaro, 2008, pp. 50 ss.

V. ROPPO – G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, nota a Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 2006, p. 25.

V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Danno e resp.*, 2008, pp. 525 ss.

V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango Bond)*, nota a Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, p. 604.

V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. XVIII *Mercato finanziario e tutela del risparmio* a cura di F. Galgano – G. Visentini, Padova 2006, p. 136, pubblicato anche in *Contr. impr.,* 2005, p. 896.

R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le società*, 2005, 7, p. 818.

G. ROSSI, *«Take Courage»! La Corte di giustizia apre nuove frontiere per la risarcibilità del danno da illeciti antitrust*, in *Foro it.*, 2002, pp. 98 ss.

G. ROSSI, *La liquidazione equitativa del danno*, in *Il danno risarcibile*, a cura di G. Vettori, vol. II, Padova, 2004, pp. 1489 ss.

G. ROSSI, *Prefazione* a P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008.

V. SALAFIA, *I finanziamenti dei soci alla società a responsabilità limitata*, in *Società,* 2005, pp. 1077 ss.

N. SALANITRO *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria: la prima sezione della cassazione non decide e rinvia alle sezioni unite*, nota a ordinanze Cass. ordd. nn. 3683 e 3684 del 16 febbraio 2007, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, pp. 999 ss.

N. SALANITRO, *Violazione di norme imperative nei contratti della p.a. e legittimazione ad agire del terzo pretermesso,* in *Nuova. giur. civ. comm.,* 1997, I, pp. 522 ss.

U. SALANITRO, *Tutela dell'ambiente e strumenti di diritto privato*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato* a cura di Zoppini – Maugeri, Bologna 2009, pp. 381 ss.

S. SALERNO, *I fenomeni di market abuse: la disciplina dell'aggiotaggio su strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria*, in *Riv. pen.*, 2004, pp. 297 ss.

C. E. SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, nota a Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. Comm.,* 2006, II, pp. 626 ss.

E. SALOMONE, *Il risarcimento del danno da illeciti antitrust: profili di tutela interna e comunitaria*, in *Riv. trim dir. proc. civ.*, 2007, pp. 875 ss.

V. SANGIOVANNI, *Class action e tutela contrattuale degli investitori,* in *judicium.it.*

V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Contratti*, 2008, pp. 221 ss.

V. SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, nota a Trib. Genova, 22 febbraio 2006, in *Danno e resp.*, 2006, p. 874.

A. SAPONARO, *Market abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, in *Le Società.*, 2004, pp. 767 ss.

F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale, il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Ilcaso.it*, pp. 7 ss.

F. SARTORI, *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, I, 2, p. 16.

F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche,* nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Dir. Fallim.*, 2008, I, pp. 1 ss..

F. SCAGLIONE, *Il mercato e le regole della correttezza*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia* a cura di F. Galgano, vol. LVII, Padova 2010, p. 185.

N. SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, nota a Trib. Foggia, 30 giugno 2006, in *Contratti*, 2007, p. 423.

D. SCANO, I *finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, pp. 879 ss.

G. SCHAEKEN, *The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform*, Alphen aan der Rijn, 2011, p. 35.

E. SCODITTI, *Il consumatore e l'antitrust*, nota a Cass. sez. I, 9 dicembre 2002, n. 17475, in *Foro it.*, 2003, pp. 1130 ss.

E. SCODITTI, *L'antitrust dalla parte del consumatore*, nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207, in *Corr. merito*, 2005, p. 550.

E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le Sezioni Unite*, nota Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007 nn. 26724 e 26725, in *Foro it.*, 2008, I, p. 779.

E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, nota a Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, c. 1107.

F. SGUBBI – D. FONDAROLI – A. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario, abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Padova, 2008, pp. 186 ss.

S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, *Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass.*, 2004, pp. 411 ss.

G. SICCHIERO, *Un buon ripensamento delle S.U. sulla asserita nullità del contratto per inadempimento*, nota a Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. it.,* 2006, pp. 1599 ss.

M.C. STEPHENSON, *Public Regulation of Private enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in *Va. L. Rev.*, 2005, pp. 111 ss.

M. TAMPONI, *La risoluzione per inadempimento*, in *I contratti in generale* a cura di E. Gabrielli, II, Torino, 2006, p. 1709 ss.

F. TASSINARI, *Sottocapitalizzazione delle società di capitali e riforma del diritto societario*, in AA.VV., *"Corporate Governance" e nuovo diritto societario*, Milano, 2003, pp. 89 ss.

M. TAVASSI - M. SCUFFI, *Diritto processuale antitrust - Tutela giurisdizionale della concorrenza*, Milano, 1998.

A. TENCATI, *Acquisto di corporates bond e tutela del risparmiatore: alcuni orientamenti*, nota a Trib. Parma, 21 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, c. 1153.

J. TERHECHTE, *Enforcing European Competition Law - Harmonizing Private and Public Approaches in a More Differentiated Enforcement Model*, July 2010, in www.ssrn.com, p. 8 ss.

G. TERRANOVA, *Commento all'Art. 2467,* in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, pp. 1449 ss.

G. TIBERI, *La riforma della comitologia*, in *Quad. cost.*, 2000, p. 469.

F. TIRIO, *La Consob e il segreto d'ufficio*, in *Banc. bors. tit. cred.*, 2005, II, p. 360.

A. TISEO, *La direttiva 2003/6 CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato*, in *Dir. formazione*, 2004, pp. 1539 ss.

A. TOFFOLETTO, *Il risarcimento del danno nel sistema delle sanzioni per la violazione della normativa antitrust*, Milano, 1996.

A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, XVIII, a cura di F. Anelli – C. Granelli, Milano, 2007, p. 47.

G. TRAVAGLINO, *Norme per la tutela della concorrenza e soggetti destinatari*, nota a Cass., SS. UU., 4 febbraio 2005, n. 2207 in *Danno e resp.*, 2005, p. 495.

P. TRIMARCHI, *Causalità e danno*, Milano 1967, p. 1449.

A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari fra "nullità virtuale", culpa in contraendo e inadempimento contrattuale,* in *Banc. bors. tit. cred.*, 2007, II, pp. 632 ss.

A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. int.*, 1998, p. 430.

A. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1000.

A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, 2008, p. 45.

U. TOMBARI, *"Apporti spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006, pp. 551 ss.

F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione della società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, pp. 261 ss.

G. VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993.

U. VIOLANTE, *Illecito antitrust e azione risarcitoria*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 14.

R. WEIGMANN, nota a Tribunale Milano 22 luglio 2010, in *Giur. it.*, 2011, p. 1079.

W.P.J. WILS, *Should Private enforcement Be Encouraged in Europe?*, in *World Competition*, 26, 2003, pp. 473 ss.

W.P.J. WILS, *The Relationship between Public Antitrust Enforcement and Private Actions for Damages*, in www.ssrn.com, pp. 19 ss.

V. ZENO-ZENCOVICH - G.B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza e i suoi riflessi giuridici*, in *Dir. inf.*, 2002, pp. 971 ss.

A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in corso di pubblicazione.

A. ZOPPINI, *Rapporti tra tutele civilistiche e regole di vigilanza. Nuovi strumenti di tutela giudiziale e stragiudiziale del cliente*, in atti del convegno di San Miniato 22/23 ottobre 2010, *Nuove regole nelle relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, p. 150.

A. ZOPPINI, *Imputazione dell'illecito penale e «responsabilità amministrativa» nella teoria della persona giuridica*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1314 ss.