

PAOLO GIUDICI

IL PRIVATE ENFORCEMENT NEL DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI

LUNEDÌ 1 OTTOBRE 2007

BOZZA

SI PREGA DI NON CITARE SENZA L'AUTORIZZAZIONE DELL'AUTORE

1. 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 efficiente come la Securities and Exchange Commission (SEC) e la presenza di altri poteri pubblici in qualche misura concorrenti ⁽¹⁾, è fortemente caratterizzato dalle azioni civili e, in particolare, dalle *securities class actions*, che lo distinguono rispetto a tutti gli altri ordinamenti ⁽²⁾.

L'assunto che la regolazione dei mercati non possa essere affidata soltanto ad autorità pubbliche e che la tutela degli interessi collettivi debba essere affidata quanto meno anche all'azione privata ha, in America, radici profonde. Uno dei più particolari istituti del diritto processuale americano, la "qui tam action", proviene dal 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 ⁽³⁾. L'attore di una "qui tam action" è, pertanto, un vero e proprio cacciatore di

⁽¹⁾ Si pensi al ruolo giocato da Eliot Spitzer, New York Attorney General, negli scandali finanziari: J.R. Macey, *Wall Street in Turmoil - State-Federal Relations Post-Eliot Spitzer*, in *Brook. L. Rev.*, vol. 70, 2004, p. 117.

⁽²⁾ J.C. Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 304*, vol. 2007, p. 1.

⁽³⁾ Cfr. P.H. Bucy, *Private Justice*, in *S. Cal. L. Rev.*, vol. 76, 2002, p. 1; B. DePoorter - J. De Mot, *Whistle Blowing*, in *George Mason Univ., School of Law, L & Econ. wp*, vol. 2004, p. ; T. Morrison, *Private and Attorneys General and the First Amendment*, in vol. 103, 2005, p. 675. All'attore non è richiesto alcun interesse personale. Le "qui tam actions" si differenziano, pertanto, dalle *citizen suits* impiegate soprattutto in campo ambientale, nelle quali

taglie. Analogamente, un cacciatore di taglie è l'avvocato che lancia una *class action* ⁽⁴⁾, 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" ⁽⁵⁾. Il diritto americano non crede nell'associazionismo di stampo europeo, nel modello tedesco del *Verbandsklage*. Gli interessi collettivi vengono affidati 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 ⁽⁶⁾. Lo stesso azionista che agisce tramite la *derivative action* a tutela degli interessi 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 ⁽⁷⁾. Per quanto in maniera più sottile, lo stesso attore che richiede ed 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 ⁽⁸⁾, che considera i casi in cui il convenuto ha posto in essere il comportamento illegittimo e socialmente dannoso senza essere stato individuato e sanzionato ⁽⁹⁾. Il "private attorney general", proprio come l'autorità indipendente cui è affidato il controllo di un certo mercato, risolve un problema di azione collettiva.

l'attore privato deve invece dimostrare l'esistenza di un interesse personale, ossia di un danno, anche se poi il rimedio non è correlato al danno, potendo avere natura anche molto diversa: cfr. M.C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in *Va. L. Rev.*, vol. 91, 2005, p. 93, a p. 98 s.; Bucy, *Private Justice*, in vol. p. , a p. 32 ss.; DePoorter - De Mot, *Whistle Blowing*, in vol. p. ; Morrison, *Private and Attorneys General and the First Amendment*, in vol. p.

⁽⁴⁾ 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.*, vol. 42, 1983, p. 215

⁽⁵⁾ J.C. Coffee Jr., *Understanding The Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, in *Colum. L. Rev.*, vol. 86, 1986, p. 669.

⁽⁶⁾ J.A. Rabkin, *The Secret Life of The Private Attorney General*, in *Law & Contemp. Prob.*, vol. 61, 1998, p. 179; W.B. Rubenstein, *On What A "Private Attorney General" Is - And Why It Matters*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 2129.

⁽⁷⁾ R.A. Epstein, *Class Actions. Aggregation, Amplification and Distortion*, in *U Chi Legal F*, vol. 2003, p. 475; J.C. Coffee Jr., *The Unfaithful Champion: The Plaintiff as Monitor in Shareholder Litigation*, in *Law & Contemp. Probs.*, vol. 48, 1985, p. 40.

⁽⁸⁾ A.M. Polinsky - S. Shavell, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 111, 1998, p. 869.

⁽⁹⁾ L'analisi classica da questa prospettiva si trova in Polinsky - Shavell, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in vol. p. .

2. Il “private attorney general” e l’autorità pubblica possono agire in modo complementare o concorrente. L’ordinamento americano non affida, tendenzialmente, tutti i poteri nelle mani di un singolo soggetto: il “private attorney general” è espressione delle concezioni istituzionali contrarie al centralismo e favorevoli al federalismo ⁽¹⁰⁾. L’analisi economica del diritto supporta tale approccio. L’attribuzione di un ruolo esclusivo al *public enforcement* nell’applicazione della legge presenta, infatti, alcuni inconvenienti; ne elenco qui di seguito almeno quattro.

Il primo è 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 possono liberare tali informazioni, garantendo l’individuazione di illeciti che altrimenti sfuggirebbero all’accertamento ⁽¹¹⁾.

Il secondo è 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 necessaria ⁽¹²⁾. Questa considerazione ha trovato riflesso, negli Stati Uniti, anche nell’argomentazione giuridica. 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 ⁽¹³⁾ comportasse il diritto al risarcimento dei danni a favore della società, azionabile tramite una *derivative suit* di un azionista ⁽¹⁴⁾. La Corte, esplicitando il riferimento all’esperienza *antitrust*, rispose che l’attribuzione di un diritto privato avrebbe consentito di fornire un supporto all’azione 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 ⁽¹⁵⁾. 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.

⁽¹⁰⁾ Molto belle, in questo senso, le pagine, relative ai danni punitivi, di M. Galanter - D. Luban, *Poetic Justice: Punitive Damages and Legal Pluralism*, in *Am. U. L. Rev.*, vol. 42 1993, p. 1393 .

⁽¹¹⁾ Sia consentito il richiamo a G. Ferrarini - P. Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case* in J. Armour - J.A. McCahery (a cura di), *After Enron*, Hart Publishing, 2006, p. 159.

⁽¹²⁾ Coffee Jr., *Rescuing The Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is not Working*, in vol. p. 227.

⁽¹³⁾ Rule 14a-9.

⁽¹⁴⁾ Sulle derivative suit v. infra, cap. III.

⁽¹⁵⁾ *J.I Case Co. V. Borak*, 377 U.S. 426, 432.

Il terzo riguarda gli incentivi dell'autorità pubblica. 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 ⁽¹⁶⁾. Essi possono ricercare il favore politico e, quindi, orientare la propria azione nella direzione che garantisce il massimo consenso, prona di fronte alle interferenze politiche; 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* ⁽¹⁷⁾. Pure nell'ambito dell'apparato pubblico si manifestano i ben noti problemi di "agenzia" tra preponente e preposto ("principal-agent") ⁽¹⁸⁾. 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 ⁽¹⁹⁾. 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 ⁽²⁰⁾.

Il quarto genere di inconvenienti riguarda la prevedibilità del comportamento. L'azione o l'inazione della pubblica autorità possono diventare prevedibili, mentre il comportamento di privati

⁽¹⁶⁾ M.A. Cohen - P.H. Rubin, *Private Enforcement of Public Policy*, in *Yale J. on Reg.*, vol. 3, 1985, p. 167, a p. 169.

⁽¹⁷⁾ Sulla teoria della cattura v. _____

⁽¹⁸⁾ Il classico è M.C. Jensen - W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, vol. 3, 1976, p. 305.

⁽¹⁹⁾ Su tali temi cfr. F.H. Easterbrook, *Detrebling Antitrust Damage*, in *J.L. & Econ.*, vol. 28, 1985, p. 445, a p. 454 in part.; in senso parzialmente contrario Langevoort, 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": D.C. LANGEVOORT, *Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, in *Georgetown Public Law Research Paper* n. 624582, 2004. Sugli aspetti benefici della *revolving door* cfr. Y.-K. Che, *Revolving Doors and the Optimal Tolerance for Agency Collusion*, in *Rand J. Econ.*, vol. 26, 1995, p. 387.

⁽²⁰⁾ Sul tema G.S. Becker - G.J. Stigler, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in *J. Leg. Stud.*, vol. 3, 1974, p. 1.

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 legata ai propri precedenti ⁽²¹⁾. 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 ⁽²²⁾. 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 ⁽²³⁾.

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 ⁽²⁴⁾. 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. Forse solo la “qui tam action” si salva da tali critiche: 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 sempre 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 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 ad individuare un bilanciamento corretto tra le due azioni ⁽²⁵⁾.

⁽²¹⁾ Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in vol. p. , p. 112 s.

⁽²²⁾ Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in vol. p. , p. 111 s.

⁽²³⁾ Coffee Jr., *Rescuing The Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter is not Working*, in vol. p. , a p. 227.

⁽²⁴⁾ Il tema è vasto ed inizia ad essere oggetto di una letteratura piuttosto estesa. L'autore che ha avviato la ricerca in questo settore è Steven Shavell, per cui si può fare rinvio, per un'introduzione al tema, a S. Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass., 2004pp. 411-415.

⁽²⁵⁾ Per esempio, l'articolo probabilmente più citato per gli argomenti di critica alle “securities class actions”

Il fatto che l'applicazione effettiva della disciplina dei mercati finanziari non possa prescindere dal cumulo dell'azione pubblica e dell'azione privata è ormai un dato scontato anche nella letteratura europea. Così ha scritto Paul Davies nel proprio recente studio per il governo inglese: "Perhaps the only safe conclusion to be drawn (...) is that it would be unwise for any country to put all its enforcement eggs in either the public or the private basket, but that the balance between the two forms of enforcement remains an open question for discussion".

3. Non è possibile svolgere un'analisi dei modi attraverso cui il *private enforcement* si attua nel diritto dei mercati finanziari analizzando gli istituti di diritto privato senza alcuna considerazione per gli strumenti processuali e, più in generale, per il quadro istituzionale che determina le condizioni dell'azione privata. L'aspetto che più caratterizza l'esperienza americana sono le *class actions*, che trovano nel diritto dei mercati finanziari la propria massima espressione ⁽²⁶⁾ e che conoscono una disciplina speciale volta a favorire, tra le altre cose, la presenza di attori in rappresentanza della classe che siano "autentici", cioè non puri interposti dello studio legale che fa partire l'azione ⁽²⁷⁾. Le *class actions* proliferano in conseguenza degli incentivi economici che esse offrono agli avvocati in caso di vittoria o, come quasi sempre capita nell'esperienza americana, di transazione ⁽²⁸⁾. Lo stesso vale per le *derivative actions*, nelle quali l'incentivo che muove l'azionista ad agire sostanzialmente in surroga della società e a beneficio di tutti gli altri soci (offrendo un vero e proprio bene pubblico) non è un motivo ideale: dietro l'azionista c'è uno studio legale, che agisce per incamerare, in caso di vittoria, una lauta parcella commisurata al danno risarcito a favore della società ⁽²⁹⁾.

non suggerisce l'abbandono di ogni forma di *private enforcement*, proponendo piuttosto il ricorso a modelli simili alle "qui tam actions": J.C. Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 48, 1996, p. 1487

⁽²⁶⁾ J.C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation*, in *Colum. L. Rev.*, vol. 106, 2006, p. 1534.

⁽²⁷⁾ L'articolo scientifico che prelude il Private Securities Litigation Reform Act è E.J. Weiss - J.S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, in *Yale L.J.*, vol. 104, 1995, p. 2053. Per alcune analisi della legge cfr. M.A. Perino, *Did The Private Securities Litigation Reform Act Work?*, in *U. Ill. L. Rev.*, vol. 2003, p. 913; A.C. Pritchard, *Should Congress Repeal Securities Class Action Reform?*, in *Policy Analysis*, vol. 471, 2003, p. 1; H.A. Sale, *Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard on "33 and "34 Act Claims*, in *Wash. U. L.Q.*, vol. 76, 1998, p. 537

⁽²⁸⁾ M. Taruffo, *Sui confini*, Il Mulino, Bologna, 2002, p. 80.

⁽²⁹⁾ Per un'analisi più compiuta sia consentito il rinvio P. Giudici, *L'azione di responsabilità contro gli*

Meno noti sono altri istituti pure fondamentali per rendere effettiva la dissuasione attuata attraverso l'azione privata. Il più importante è certamente la *discovery* processuale. Attraverso la *discovery*, l'attore accede ad informazioni che sono nelle mani del convenuto e che possono essere usate contro il convenuto nel corso della causa. Si tratta di uno strumento fondamentale nelle azioni di massa, che davvero avvicina l'azione privata del “private general attorney” all'azione (come concepita in Europa) di un'autorità amministrativa indipendente, che entra negli uffici dell'impresa sospettata di aver compiuto illeciti e acquisisce documentazione da utilizzare contro la stessa nel corso del procedimento amministrativo. L'assenza di questo strumento nel diritto processuale italiano rende davvero impossibile un effettivo confronto tra il diritto sostanziale italiano e quello americano sul piano dell'effettività ⁽³⁰⁾.

L'accesso alle informazioni già acquisite dalle autorità nell'ambito della propria attività di vigilanza è, negli Stati Uniti, consentito, sia pure con cautele e precauzioni. Anche qui stride, pertanto, la differenza rispetto all'ordinamento italiano, in cui la recente presa di posizione della Corte Costituzionale, ben criticata da parte della dottrina ⁽³¹⁾, riduce in maniera drastica ed ingiustificata l'accesso dei privati ad informazioni possedute dall'autorità di vigilanza che possono rivelarsi cruciali ai fini di una possibile azione privata. Mentre negli Stati Uniti e ormai anche nel diritto *antitrust* europeo si promuove l'interrelazione tra azione pubblica ed azione privata, ed il reciproco scambio di informazioni ⁽³²⁾, la concezione italiana (forse europea) è ancora nel senso, di tradizione bancaria, che i “panni sporchi” si lavano in famiglia e che l'autorità di vigilanza deve in qualche modo proteggere le imprese vigilate dall'esposizione a cause civili. Questo atteggiamento riflette l'idea che i rimedi civili sono altro rispetto alle sanzioni pubbliche e la distorce al punto da rendere possibile la percezione che un'impresa capace di meritare le seconde possa non meritare le prime: è un'ulteriore dimostrazione delle diverse fogge che la cattura del regolatore pubblico può assumere.

Alcuni aspetti vanno ancora menzionati, prima di passare al *private enforcement* nel diritto

amministratori esercitata dai soci di minoranza: i problemi di un legal transplant, in *Nuova giur. civ. comm.*, vol. 2005, p. 473, ove si analizza la ragione per cui il *legal transplant* attuato dal legislatore italiano non può avere successo: in assenza di incentivi diretti, nessun azionista ha interesse a produrre un bene pubblico, tanto più se ha il rischio di affrontare tutti i costi in caso di insuccesso; sul tema, comunque, v. *infra*, § ____

⁽³⁰⁾ Sul tema sia consentito il rinvio a P. Giudici, *Private Antitrust Law Enforcement in Italy*, in *Comp. L. Rev.*, vol. 1, 2004, p. 61.

⁽³¹⁾ F. Tirio, *La Consob e il segreto d'ufficio*, in *Banca borsa*, vol. II, 2005, p. 360, in nota a Corte Cost., ____

⁽³²⁾ Alludo, più ancora che al regolamento 1/2003, alla sentenza TribPrimoGrado, 6 ottobre 2005, Sumitomo Chemical Co. Ltd e altro c. Commissione CE, cause riunite T-22/02 e T-23/02, in *Guida dir.*, 2005, n. 46, 2005, p. 86, con cui la Corte ha stabilito che la Commissione è titolata ad indagare anche casi per cui sarebbe prescritta la sanzione amministrativa, per acquisire informazioni utili al fine di eventuali azioni private.

italiano dei mercati finanziari. Molte delle accuse mosse ai meccanismi delle *securities class actions* e delle azioni derivate si rivelano in realtà, ad un'analisi più attenta, determinate da un complesso concorso di fattori esterni all'istituto. Per esempio, l'accusa più frequentemente ripresa in Europa è che tali azioni siano usate in forma ricattatoria, per estorcere al convenuto una favorevole transazione sulla base di una domanda sostanzialmente priva di merito. Naturalmente, qualsiasi operatore giuridico che analizzi una simile accusa dalla prospettiva italiana ha finanche difficoltà a comprenderla: le azioni prive di merito si perdono e non vi è nessuna ragione di cedere ai ricatti. Le grandi imprese, le banche, le compagnie di assicurazione di solito hanno forti incentivi per lottare ad oltranza e non chiudere in transazione cause magari prive di merito. Negli Stati Uniti questi incentivi sono alterati dal complesso istituzionale in cui il processo si svolge: l'aggregazione delle domande crea economie di scala che allineano gli incentivi degli investitori attori (ovvero, i loro avvocati) a quelli delle imprese o dei *managers* convenuti ⁽³³⁾; il processo americano si chiude comunque quasi sempre in transazione, sia per i costi della *discovery*, sia soprattutto perché con la *discovery* si gioca a carte scoperte ed il convenuto in cattiva posizione ha meno speranza che una prova negativa possa non entrare nel processo; le coperture assicurative incentivano sia l'attore sia il convenuto a chiudere la causa, e l'assicuratore, soggetto alla principio del "duty to settle", ha pochi incentivi, rispetto a quanto avviene in Europa e in particolare in Italia, per negare l'indennizzo ⁽³⁴⁾.

4. L'esperienza americana del *private attorney general* è stata trapiantata in Italia con l'introduzione dell'azione derivata di cui all'art. 129 TUF, norma poi riversata con modifiche nell'art. 2393-bis c.c., con la conseguente estensione dell'istituto a tutte le società per azioni ⁽³⁵⁾. Non si conoscono casi di applicazione di questo istituto. Il fenomeno può avere due ragioni: la forza deterrente dell'istituto è tale da aver scoraggiato ogni possibile illecito oppure l'azione derivata non funziona perché mal concepita. Naturalmente vale la seconda spiegazione. L'istituto è stato introdotto per aumentare la pressione esercitata dalla responsabilità civile sugli amministratori delle società quotate italiane. E' noto, infatti, che l'azione sociale contro gli amministratori è un evento rarissimo nella vita delle società italiane, anche quotate, semplicemente perché la grande maggioranza di queste società sono controllate da azionisti o coalizioni di azionisti (unite in patti di

⁽³³⁾ A. Giussani, *Studi sulle "class actions"*, Cedam, Padova, 1996, passim.

⁽³⁴⁾ Un riferimento classico in materia è K.D. Syverud, *The Duty to Settle*, in *Va. L. Rev.*, vol. 76, 1990, p. 1113.

⁽³⁵⁾ L'azione derivata è stata progressivamente introdotta anche in altri ordinamenti europei: A. Reisberg, *Funding Derivative Actions: A Re-Examination Of Costs And Fees As Incentives To Commence Litigation*, in *JCLS*, vol. 4/2, 2004, p. 345; A. Reisberg, *Shareholders' Remedies: The Choice of Objectives and the Social Meaning of Derivative Actions*, in *EBOR*, vol. 6, 2005, p. 227.

sindacato) che esprimono gli amministratori e, anzi, in cui le persone dell'amministratore nominato e dell'azionista di controllo spesso coincidono ⁽³⁶⁾. Il collegio sindacale non si è distinto, nella propria storia, per la propria capacità di svelare gli illeciti degli amministratori e l'appropriazione di benefici privati del controllo da parte degli azionisti di maggioranza ⁽³⁷⁾. L'azione di responsabilità, pertanto, scatta generalmente in caso di fallimento o di procedura concorsuale analoga.

Negli ordinamenti in cui gli azionisti di minoranza non hanno adeguata protezione contro il socio di controllo e gli amministratori da questi espressi si registra una minore attrattività dell'investimento finanziario, che comporta come conseguenza un innalzamento del costo del capitale. Il legislatore della riforma del 1998, probabilmente influenzato dagli studi di "Law & Finance" che supportano tale osservazione ⁽³⁸⁾, optò dunque per il trapianto dell'istituto in Italia, con alcuni correttivi mirati ad evitare il rischio di farne uno strumento *lawyer-driven* o ricattatorio. Come risultato, il socio che intende avviare l'azione affronta due possibilità: se l'azione ha successo, procura alla società il risarcimento del danno e può presumibilmente pagare il proprio avvocato con le spese poste a carico degli amministratori responsabili; invece, paga le spese proprie e degli amministratori se l'azione non ha successo ⁽³⁹⁾.

Un esempio numerico aiuta a comprendere se un socio possa o meno avere incentivi a lanciare l'azione. S'immagini che un socio con il cinque per cento delle azioni in una società quotata scopra che gli amministratori della società hanno creato un danno al patrimonio sociale per cento milioni di Euro, sottraendo denaro alla società con una complessa rete di contratti e concorrenti. La causa è complessa, com'è normale per questo tipo di vicende, e richiede un grande sforzo istruttorio, ma le prospettive di successo sono buone (settanta per cento). L'avvocato consultato dal socio ipotizza spese di difesa comprese tra i duecento e cinquecento mila Euro, che possono triplicare in caso di sconfitta. Ipotizziamo che la vittoria comporti il pieno recupero dei cento milioni (ipotesi remota, nella realtà) a beneficio della società; e che tale recupero si rifletta in

⁽³⁶⁾ F. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2004, p. ____

⁽³⁷⁾ Per un'analisi giuseconomica sia consentito il richiamo a G. Ferrarini - P. Giudici, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, vol. 2006, p. 573, a p. 601-603.

⁽³⁸⁾ Cfr. R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer - R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, vol. 52, 1997, p. 1131; R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer - R.W. Vishny, *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, vol. 106, 1998, p. 1113; A. Shleifer - R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, vol. 52, 1997, p. 737-737; R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, in *J. Fin.*, vol. 61, 2006, p. 1; A. Shleifer - D. Wolfenzon, *Investor Protection and Equity Markets*, in *J. Fin. Econ.*, vol. 66, 2002, p. 33.

⁽³⁹⁾ Per le società quotate si poteva avviare l'azione con il cinque per cento del capitale sociale; visto l'insuccesso dell'istituto il legislatore della riforma, mostrando di non averne compreso le ragioni, ha ridotto l'aliquota al due e mezzo per cento.

percentuale sul valore delle azioni.

Se il socio vince la causa, incrementa il valore del proprio pacchetto di cinque milioni di euro; la società copre le spese giudiziali, che peraltro, presumibilmente, il socio ha in parte anticipato con acconti a favore dell'avvocato. Se il socio perde la causa, può pagare spese sino a un milione e mezzo di Euro. In aggiunta, tutto il tempo perso per studiare il caso, istruire l'avvocato, discutere le strategie non è comunque remunerato (è un *sunk cost*, un costo irrecuperabile). Dunque, se il socio vince, vincono con lui tutti gli azionisti, che anzi vincono più di lui, perché non hanno anticipato spese e non hanno perso tempo; se perde, perde da solo. Come si vede, gli incentivi all'azione non sono particolarmente forti e diminuiscono ancora di più se s'immagina che l'azionista in questione sia avverso al rischio e, soprattutto, che sia ragionevole la speranza che qualcun altro, al suo posto, possa intraprendere l'azione, portandogli il beneficio atteso senza necessità di alcun preventivo investimento a fondo perduto. Mentre negli Stati Uniti gli incentivi sono tali che vi è una corsa all'azione, in Italia gli incentivi sono esattamente rovesciati.

Oltre al problema degli incentivi economici vi è quello dell'accesso alle informazioni. Il socio non ha strumenti per acquisire le informazioni richieste per istruire la causa e vincerla. Anche se egli avesse una persona di fiducia in consiglio (magari grazie alla riforma del 2005, che ha introdotto l'amministratore eletto dalla minoranza) o nel collegio sindacale, questi soggetti non potrebbero certo passargli informazioni, soprattutto nella forma di documenti da produrre in causa⁽⁴⁰⁾. Negli Stati Uniti il socio potrebbe avviare la causa sulla base di un'insieme di informazioni sommarie o di indizi e così guadagnare l'accesso alla *discovery*; in Italia ciò non è possibile. Senza strumenti mirati di acquisizione delle informazioni nella mani della società, l'azionista di minoranza non ha strumenti per supportare la propria azione.

5. L'azione derivata è uno strumento di diritto societario più che uno strumento di diritto dei mercati finanziari: l'investitore che agisce è un azionista; il danno al suo patrimonio non si è prodotto al momento di compiere l'investimento, bensì successivamente e, quindi, indirettamente, come danno al patrimonio della società. Quando l'investitore è un obbligazionista, lo strumento di tutela sarebbe l'azione dei creditori sociali svolta, per conto della classe degli obbligazionisti, dal rappresentante comune. I limiti di effettiva applicazione dell'art. 2394 c.c. e gli scarsi incentivi a favore del rappresentante comune fanno sì, tuttavia, che non vi siano stati significativi casi di azione ex art. 2394 c.c. svolta da obbligazionisti in Italia (dopo l'insolvenza, ovviamente, l'azione è esercitata dal curatore, per la massa).

La figura del *private attorney general* non è stata ancora accolta, in Italia, al di fuori del

⁽⁴⁰⁾ Sulle possibili patologie cui l'art. 2393-bis può dar luogo cfr. Ferrarini - Giudici, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in vol. p. 598.

particolare caso dell'azione derivata ⁽⁴¹⁾, mentre altri paesi europei hanno introdotto forme di *group litigation* che si ispirano all'esperienza americana delle *class actions* ⁽⁴²⁾. Pertanto, l'azione degli investitori che hanno sottoscritto od acquistato prodotti finanziari sulla base di informazioni inesatte (l'azione, cioè, che negli Stati Uniti costituisce il terreno d'elezione delle azioni di massa) soffre di problemi di incentivi, per carenza di sufficienti economie di scala. Talvolta gli investitori riescono comunque a risolvere i problemi di azione collettiva, tramite appositi meccanismi negoziali e l'intervento di legali che riescono a svolgere l'attività di coordinamento, come mostra per esempio il caso che ha condotto alla condanna della Consob nella vicenda del prospetto dell'Hotel Villaggio Santa Teresa ⁽⁴³⁾, caso che ha coinvolto centinaia di investitori attori in un litisconsorzio attivo simile ad una sorta di piccola *class action* ⁽⁴⁴⁾. Probabilmente non è un caso che altri importanti precedenti giurisprudenziali in materia si caratterizzino per il numero comunque inusuale, rispetto all'esperienza comune, di attori uniti in litisconsorzio ⁽⁴⁵⁾. Quando questi meccanismi negoziali non riescono a superare i problemi di azione collettiva, l'efficacia deterrente delle sanzioni civili si riduce enormemente. I prossimi paragrafi sono dunque dedicati agli istituti che più caratterizzano il discorso sul *private enforcement* nel diritto dei mercati finanziari, con l'avvertenza che essi risultano tendenzialmente privi di nerbo effettivo per problemi legati al nostro diritto processuale, non alle regole di diritto sostanziale ⁽⁴⁶⁾

6. Prima di passare all'analisi di tali istituti un'ulteriore precisazione è d'obbligo. Il tema del *private enforcement* nei mercati finanziari ha un perimetro davvero vasto. Vi si possono

⁽⁴¹⁾ In realtà, un istituto con funzioni simili alla *class action* esiste già in Italia, come in molti paesi del mondo, anche se colui che promuove l'azione non è un privato, ma un pubblico ufficiale che, tuttavia, ha incentivi economici diretti e personali: il curatore fallimentare, che promuove le azioni di massa. Non a caso, si è tentato di usare l'istituto per promuovere le azioni di gruppi di creditori colpiti dall'insolvenza dell'impresa per fatti imputabili ad altri creditori: è l'esperienza delle azioni di danni in materia di concessione abusiva di credito svolte dal curatore a favore di una parte del ceto creditorio, in cui la Cassazione ha di recente negato la legittimazione attiva del curatore: _____

⁽⁴²⁾ Cfr. _____

⁽⁴³⁾ Cass, 3 marzo 2001, n. 3132, Gatti c. Consob, in 2001, p. _____

⁽⁴⁴⁾ La letteratura statunitense mostra che, prima dell'avvento delle *class actions*, vi erano avvocati specializzati nell'aggregare cause e transigerle in massa: S. Issacharoff - J.F. Witt, *The Inevitability of Aggregate Settlements: An Institutional Account of American Tort Law*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 1571.

⁽⁴⁵⁾ Sono diciassette gli attori del primo caso italiano in tema di responsabilità da prospetto: TribMilano, 11 gennaio 1988, Minoggio e altri c. American Service Bank, in *Giur. comm.*, II, 1988, p. 585; _____SCI _____ Lugli

⁽⁴⁶⁾ Questi temi sono toccati in Ferrarini - Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case* in (a cura di), p. _____

ricomprensione almeno le seguenti materie: la responsabilità per informazioni inesatte sul mercato primario (la responsabilità da prospetto); la responsabilità per informazioni inesatte sul mercato secondario, che somiglia alla precedente solo in apparenza; la responsabilità da *insider-trading* e, più in generale, da abusi di mercato; la responsabilità da omesso lancio di opa obbligatoria; la responsabilità dei c.d. *gatekeepers*, concetto con i quali si indica una pletora di soggetti che conoscono regolazioni differenziate e, quindi, problemi di responsabilità civile specifici (autorità di vigilanza pubblica; società di gestione del mercato; revisori contabili; *investment banks*; agenzie di rating; analisti finanziari); vi è poi la responsabilità degli intermediari finanziari che operano per conto degli investitori (i c.d. “protective gatekeepers”). Non è dunque possibile, in questa sede, una trattazione compatta di tutti questi singoli temi. Nel prosieguo, pertanto, mi concentrerò su alcuni degli aspetti che mi paiono maggiormente caratterizzanti ⁽⁴⁷⁾.

7. Prima della legge n. 216 del 1974, che ha dato avvio, in Italia, alla moderna disciplina dei mercati finanziari, il codice civile conteneva due norme specificamente dedicate alla protezione degli investitori: l’art. 2339, comma 1, n. 3, e l’art. 2395. La più interessante, anche per la sua concreta applicazione, è la seconda.

L’art. 2395 c.c. è una norma con una funzione dissuasiva che probabilmente supera la funzione compensativa ⁽⁴⁸⁾. Lo dimostra la natura eccezionale della norma rispetto alla disciplina delle società di capitali in genere e della società per azioni in particolare. Tale natura è spesso sfuggita all’osservazione, prevalendo la constatazione, dettata anche dall’origine storica dell’art. 2395, che la responsabilità diretta dell’amministratore di società per azioni nei confronti dei soci e dei terzi è espressione del principio generale del *neminem ledere* e, perciò, è riconducibile all’art. 2043 c.c. La caratteristica essenziale della disciplina delle persone giuridiche, in Italia come all’estero, è però la separazione tra il patrimonio dell’ente ed il patrimonio dei soci e degli amministratori ⁽⁴⁹⁾. La particolarità della norma è quella di porre una responsabilità patrimoniale degli amministratori per atti che il più delle volte sono compiuti nell’interesse della società e per i quali, non a caso, si riconosce la responsabilità dell’ente, sulla base della teoria organica o di argomenti tratti dall’art. 2049 c.c. ⁽⁵⁰⁾. Pertanto, siamo di fronte ad un regime eccezionale rispetto a

⁽⁴⁷⁾ Mi permetto di rinviare il lettore ad una ricerca più estesa, di natura monografica, che sto completando sul tema.

⁽⁴⁸⁾ La dicotomia tra le due funzione è frutto di un’esagerata polarizzazione, potendo esse convivere e sovrapporsi: è questa la posizione, per esempio, di autorevolissimi giuristi quali, nel mondo statunitense, G.T. Schwartz, *Mixed Theories of Tort Law: Affirming Both Deterrence and Corrective Justice*, in *Tex. L. Rev.*, vol. 75, 1997, p. 1801, e in Italia Pietro Trimarchi, del quale si può vedere _____

⁽⁴⁹⁾ H. Hansmann - R. Kraakman, *Il ruolo essenziale della organizational law*, in *Riv. soc.*, vol. 2001, p. 2121.

⁽⁵⁰⁾ Bonelli, ove ult. rife.

quello ordinario, che trova fondamento, come avvertiva una nostra autorevole e risalente dottrina, nella volontà di esporre direttamente l'amministratore all'azione del socio o del terzo ⁽⁵¹⁾.

Vi sono due possibili ricostruzioni di questa volontà legislativa: la prima è che la responsabilità diretta dell'amministratore serva ad oltrepassare lo schermo della persona giuridica in situazioni in cui quest'ultima è divenuta insolvente, rendendo più agevole l'azione risarcitoria del socio o del terzo che abbia subito un danno diretto al proprio patrimonio in conseguenza delle informazioni inesatte diffuse dagli amministratori; la seconda è che tale responsabilità diretta serva ad impedire all'amministratore di proteggersi dietro lo schermo della persona giuridica, dissuadendolo dal compiere atti (le frodi finanziarie) che comportano costi sociali particolarmente elevati ⁽⁵²⁾. Probabilmente entrambe le spiegazioni possono considerarsi persuasive e convivere; la seconda, tuttavia, è certamente più forte ⁽⁵³⁾. L'art. 2395 c.c. è una norma che assolve significative funzioni dissuasive.

8. L'art. 2339 c.c. è norma che pone a carico del promotore di società per azioni una responsabilità di natura oggettiva che può anche essere vista come una forma di garanzia sulle informazioni diffuse per sollecitare l'investimento nelle azioni. La norma ha costituito il punto di partenza nel dibattito scientifico che ha portato all'edificazione dottrinale della figura della responsabilità da prospetto ⁽⁵⁴⁾, una figura dominata dalla preoccupazione della dottrina di delineare uno schema di responsabilità rigoroso, capace di garantire l'effettività della tutela civile contro la diffusione sul mercato di informazioni inesatte o contro l'omissione di informazioni significative ai fini dell'investimento ⁽⁵⁵⁾.

Oggi la responsabilità da prospetto trova una sua disciplina nel nuovo art. 94, commi 8 e 9, d.lgs. 58/1998, introdotto nel corpo del TUF dall'art. 3 del d.lgs. n. 51 del 28 marzo 2007, sotto

⁽⁵¹⁾ Cfr. G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956, p. 362 ss., a p. 373 in part.

⁽⁵²⁾ L'assunto è che, in assenza di tale responsabilità diretta e, quindi, con la sola responsabilità della società emittente, quest'ultima ben difficilmente si andrebbe a rivalere contro i propri amministratori per i danni cagionati ai terzi nel proprio stesso interesse (la norma è nata soprattutto con la mente alla posizione degli investitori persuasi a sottoscrivere od acquistare azioni della società sulla base di rappresentazioni inesatte circa lo stato di salute della società stessa).

⁽⁵³⁾ E' la sola accolta da Minervini (nt. 51), p. 373 s.

⁽⁵⁴⁾ G.B. Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in P. Alvisi - P. Balzarini - G. Carcano (a cura di), *L'informazione societaria*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 3.

⁽⁵⁵⁾ Ben caratterizza tale preoccupazione lo studio di G. Ferrarini, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Giuffrè, Milano, 1986, passim.

l'influenza del Regolamento CE n. 809/2004 del 29 aprile 2004. L'art. 94, comma 8 TUF pone una responsabilità dell'emittente, dell'offerente e dell'eventuale garante, nonché delle altre "persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto", per i danni subiti dall'investitore che "abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto". I problemi interpretativi sollevati dall'enunciato sono molteplici, ma uno s'impone all'attenzione, perché caratterizza la materia: quello relativo alla prova del "ragionevole affidamento". In un mercato finanziario, infatti, la prova relativa all'affidamento fatto sul contenuto delle informazioni fornite dall'emittente o da chi comunque propone l'investimento può diventare un ostacolo capace di bloccare sul nascere qualsiasi pretesa. La Section 11 e la Section 12(a)(2) del Securities Act non prevedono, infatti, alcun requisito di affidamento: lo stesso è presunto in via assoluta, purché (naturalmente) l'informazione sia *material*. Vi è da chiedersi, allora, se il sintagma contenuto nell'art. 94, comma 8 possa creare una barriera all'azione civile in materia di responsabilità da prospetto, indebolendo il *private enforcement* proprio in un'area nevralgica del diritto dei mercati finanziari.

Il problema dell'affidamento era stato discusso dalla nostra dottrina in tema di responsabilità da prospetto. Esso era risolto, in breve, osservando che dall'obbligo di consegna del prospetto all'investitore si poteva presumere che questi l'avesse letto, facendovi affidamento ⁽⁵⁶⁾. La presunzione non era considerata superabile con la prova, da parte del convenuto, che l'investitore in effetti non aveva letto il prospetto prima dell'investimento, in quanto in quel caso si sarebbe potuto far ricorso ad una seconda presunzione (per così dire, "residuale"), fondata sul fatto che il prospetto aveva comunque creato una propensione favorevole all'investimento, atta a condizionare tutti gli investitori operanti sul mercato ⁽⁵⁷⁾. Nei casi di responsabilità da prospetto che si sono avuti nell'esperienza italiana, peraltro, gli attori non hanno incontrato problemi effettivi a far valere il loro affidamento sui contenuti del prospetto inesatto ⁽⁵⁸⁾.

Oggi il ragionamento in punto di affidamento va integrato con il riferimento alla disciplina dei servizi d'investimento. La prima presunzione appare tuttora utilizzabile, rafforzata dal fatto che il prospetto è oggetto di pubblicazione nelle forme previste dall'art. 14 della direttiva 2003/71/CE (oltre ad esserne obbligatoria la consegna nei collocamenti che si attuano tramite offerta fuori sede: art. 35 Regolamento intermediari). Tale presunzione non può essere vinta provando che l'investitore

⁽⁵⁶⁾ Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 125 s. Sul tema cfr. A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003cit., p. 75 ss.; l'a. riconduceva la responsabilità da prospetto ad una forma di garanzia per vizi.

⁽⁵⁷⁾ Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 126 e ivi nt. 147. Questa seconda presunzione è quella usata per argomentare la responsabilità anche sul mercato secondario di chi abbia pubblicato un prospetto contenente informazioni non vere: v. *infra*, _____

⁽⁵⁸⁾

non ha in effetti mai letto il prospetto, se l'investimento gli è stato suggerito da consulenti finanziari o gestori di portafogli di investimento individuali, cioè nell'ambito dei servizi di cui all'art. 19, comma 4 della direttiva 2004/39/CE (MiFID). Il rapporto contrattuale tra l'investitore e l'*asset manager* imporrebbe infatti al convenuto ex art. 94 TUF di provare piuttosto che è il consulente od il gestore che hanno suggerito l'operazione (ossia, l'intermediario) a non aver mai letto il prospetto: prova, evidentemente, pressoché impossibile (che potrebbe comunque lasciare all'investitore il diritto all'azione di risarcimento dei danni contro l'*asset manager*) ⁽⁵⁹⁾.

Solo nel caso in cui l'investitore avesse sottoscritto gli strumenti finanziari al di fuori dei servizi di cui all'art. 19, comma 4 direttiva 2004/39/CE (MiFID), il convenuto potrebbe aver modo di provare che l'investitore non ha fatto effettivo affidamento sul prospetto, non avendolo in concreto mai letto. Non è chiaro se l'attore possa invocare, in Italia, la c.d. "fraud-on-the-market theory": il tema non è mai stato oggetto di un'analisi specifica; si tornerà sulla questione a proposito della responsabilità sul mercato secondario ⁽⁶⁰⁾.

9. L'emittente, come l'offerente ed il loro garante, e come ogni parte che concorra, con proprie informazioni, a formare il contenuto del prospetto d'offerta, ha a disposizione una *due diligence defense*, potendo liberarsi da responsabilità provando di aver adottato "ogni diligenza" allo scopo di assicurare che le informazioni fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. Si deve stabilire quale è il contenuto della diligenza richiesta per sfuggire a responsabilità. La legge usa la locuzione "ogni diligenza", laddove gli allegati al regolamento CE 809/2004 richiedono la dichiarazione relativa all'adozione di "tutta la ragionevole diligenza". Si tratta allora di comprendere se il richiamo ad "ogni diligenza" equivale ad un richiamo a tutte le precauzioni che si possono astrattamente adottare per verificare che le informazioni siano conformi allo scopo e prive di omissioni rilevanti (portando il metro di diligenza richiesta ad un livello tale da ammettere, sostanzialmente, solo la prova contraria nella forma della prova del caso fortuito o della forza maggiore) ovvero ad un livello di diligenza più tenue.

Anche questo problema, evidentemente, non è nuovo. La dottrina che impostava il problema della responsabilità da prospetto in termini di violazione di obblighi precontrattuali e che riconduceva la natura della responsabilità precontrattuale a quella della violazione di obblighi legali, concludeva che l'investitore doveva soltanto provare di aver subito il danno e che il danno

⁽⁵⁹⁾ Nel caso deciso da TribMilano, Minoggio e altri c. American Service Bank, in p. , con nota di G. Ferrarini, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, in *Giur. comm.*, vol. II, 1988, p. 585, sembra pacifico che gli attori non avevano analizzato il prospetto, ma che avevano confidato sulle raccomandazioni diffuse dal personale della banca, che pure non aveva studiato il prospetto e i dati contabili ivi contenuti, oggetto di controllo, invece, da parte della direzione della banca: *ivi*, p. 604.

⁽⁶⁰⁾

era conseguenza dell'informazione inesatta, mentre competeva al convenuto la prova che il danno era dipeso da causa a lui non imputabile e, quindi, la prova del fatto estintivo dell'obbligazione ⁽⁶¹⁾. Tale dottrina, attenta al confronto con l'esperienza americana, non considerava la distanza dalla Section 11 (che neppure consente, all'emittente, una simile prova) troppo preoccupante, nell'assunto di una rigorosa delimitazione della prova liberatoria a casi di impossibilità oggettiva della prestazione ⁽⁶²⁾. La dottrina che invocava piuttosto il regime della responsabilità extracontrattuale ⁽⁶³⁾ proponeva comunque l'adozione di tecniche di inversione dell'onere probatorio che riducevano i problemi di prova in capo all'investitore, adottando nozioni di colpa specifica od oggettiva ⁽⁶⁴⁾. Una tesi rimasta priva di riscontro a causa dell'intervento dell'art. 94 TUF proponeva addirittura di leggere le dichiarazioni di responsabilità al tempo richieste dalla disciplina regolamentare come una garanzia, con il conseguente, radicale superamento dei problemi di onere della prova ⁽⁶⁵⁾. Un simile, diffuso rigore era dettato da dichiarate esigenze di presidio all'effettività della disciplina, ossia – per dirla con la terminologia oggi in voga – dalla preoccupazione di garantire un effettivo ruolo al *private enforcement*.

⁽⁶¹⁾ Cfr. Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in (a cura di), p. 25; Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., pp. 119-124.

⁽⁶²⁾ In questo senso ricostruiva il regime di responsabilità dell'emittente, in assenza di una norma apposita, la nostra dottrina, la quale osservava che per quanto fosse teoricamente possibile per l'emittente individuare "cause di esonero (riconducibili, secondo i principi, alla nozione di impossibilità oggettiva della prestazione, qualificata dall'assenza di colpa)", il regime di responsabilità si avvicinava a forme di carattere quasi assoluto: Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 110 s. Queste posizioni si facevano espressamente carico dell'esigenza di facilitare l'onere probatorio dell'investitore, nell'assunto trasparentemente dichiarato che "l'obiettivo della costruzione di una effettiva tutela degli investitori, nella misura consentita dai limiti di elasticità del nostro sistema normativo, dovrà assurgere a valore primario nell'opera interpretativa" (Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 46 per la frase riportata nel testo e p. 47 sugli argomenti in ordine alla distribuzione della prova che suggerivano la via precontrattuale alla responsabilità da prospetto). In critica non tanto agli obiettivi che tale interpretazione si proponeva di conseguire, ma alla possibilità di giudicare i contenuti del prospetto con criteri diversi da quello di diligenza e, quindi, con riferimento alla categoria delle obbligazioni di risultato piuttosto che quelle di mezzi, M. Ventoruzzo, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003cit., p. 242 s.

⁽⁶³⁾ G. Alpa, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. giur.*, vol. 1987, p. 1200; P.G. Jaeger, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrim.*, vol. 1986, p. 287; G. Cattaneo, *Recensione a G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto*, in *Quadrim.*, vol. 1986, p. 429.

⁽⁶⁴⁾ S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000cit., p. 195 ss. In critica v. Ventoruzzo, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., p. 245.

⁽⁶⁵⁾ Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 84 ss.

Non è possibile tuttavia possibile interpretare il criterio di diligenza posto dall'art. 94 TUF in modo altrettanto rigoroso, rendendolo nei fatti equivalente alla massima diligenza astrattamente ipotizzabile per giungere, nei fatti, ad un regime di responsabilità equiparabile ad un'obbligazione di risultato. Se la locuzione "ogni diligenza" può, in astratto consentire un simile tentativo, non lo consente il confronto con l'art. 2395 c.c. In forza di tale norma, gli amministratori di una società per azioni possono essere considerati responsabili del falso in prospetto ⁽⁶⁶⁾ e la società può, di conseguenza, essere a sua volta considerata responsabile, secondo la ricostruzione che mi pare preferibile, in forza del rapporto organico sussistente con i propri amministratori ⁽⁶⁷⁾ ovvero, secondo altra ricostruzione possibile, ai sensi dell'art. 2049 c.c. ⁽⁶⁸⁾. La società, pertanto, risponde se gli amministratori e gli organi di controllo eventualmente chiamati in corresponsabilità non riescono a fornire la prova liberatoria relativa alla propria personale posizione. Nella pratica ci si può aspettare che questa differenziazione tra la posizione della società e quella dei suoi amministratori finisca per diventare irrilevante: l'attore potrà agire ex art. 94 TUF contro la società emittente ed ex art. 2395 c.c. contro gli amministratori e, quindi, contro la società emittente. Inevitabilmente l'individuazione della prova liberatoria a favore della società (ex art. 94 TUF) e della prova accusatoria contro gli amministratori e perciò la società (ex art. 2395 c.c.) finirà per coincidere: il criterio di diligenza richiesto agli amministratori ex art. 2395 c.c. per dimostrare l'assenza di colpa è identico al criterio di diligenza richiesto alla società ex art. 94 TUF.

La differenza tra l'art. 94 TUF e l'art. 2395 c.c. rimane visibile in punto di onere della prova. L'investitore che agisce ex art. 2395 c.c. deve provare la colpa degli amministratori, mentre quello che agisce ex art. 94 è dispensato dall'onere di tale prova. Il criterio di diligenza è unico, dunque, ma in un caso è la società a dover dimostrare di aver adottato quella diligenza, nell'altro è l'investitore a dover provare che non è stato adottato dagli amministratori. Si tratta di una differenza che non dovrebbe creare particolari problemi di conflitto e che, dunque, non dovrebbe mettere in pericolo la coesistenza delle due discipline.

L'art. 94, comma 9, TUF, considera responsabile anche l'intermediario "responsabile del collocamento". L'enunciato, dunque, addossa su quest'ultimo soggetto, anziché sull'emittente, la responsabilità sul prospetto nella sua completezza, pur lasciando anche a lui la possibilità di prova liberatoria, sempre nella forma della *due diligence defense*. La responsabilità dell'intermediario, nel silenzio della disposizione, deve intendersi solidale con quella della parte che ha reso (od omesso)

⁽⁶⁶⁾ In via extracontrattuale: Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 147 ss.

⁽⁶⁷⁾ In dottrina F. Galgano, *Diritto civile e commerciale. Le obbligazioni e i contratti*, vol. II, 2, 4, Cedam, Padova, 2004, p. 487 ss. In giurisprudenza cfr. TribNapoli, 4 aprile 2003, Malen c. Banco di Napoli, in *Soc.*, 2004, p. 78

⁽⁶⁸⁾ Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, , p. 369 ss., secondo il quale in particolare gli amministratori, pur non potendo considerarsi subordinati rispetto alla società, sono comunque soggetti al controllo dei sindaci (a p. 375).

l'informazione, se con un controllo preventivo accurato l'intermediario avrebbe potuto rilevare il difetto di informazione. Tale interpretazione è conforme con l'art. 2395 c.c., considerato come espressione di un principio di carattere generale espresso dall'art. 2043 ⁽⁶⁹⁾. Sul mercato secondario la responsabilità dell'intermediario sarebbe governata dai principi generali e, quindi, dalla regola di solidarietà.

10. Il problema della responsabilità da informazioni inesatte sul mercato secondario è più complesso da un punto di vista teorico. Il dibattito scientifico in materia è molto acceso ed è dominato dall'esperienza americana: è questo il campo in cui prevalentemente operano le *securities class actions* e, quindi, in cui l'effettività del diritto federale statunitense si manifesta con tutta la sua forza. Non è possibile, in questa sede, analizzare a fondo tutti i problemi teorici che appassionano la letteratura. Si discute se abbia senso attribuire l'azione civile ad investitori che si possono proteggere da soli dal rischio di frode tramite la diversificazione ⁽⁷⁰⁾; se abbia senso la teoria della *fraud-on-the-market*, che per rendere possibili le *class actions* consente anche a chi non ha fatto concreto affidamento sulle informazioni (quindi, agli investitori "passivi") di beneficiare del risarcimento ⁽⁷¹⁾; se abbia senso consentire che sia la società emittente (ossia i suoi azionisti) ad

⁽⁶⁹⁾ Il problema presuppone, pertanto, che l'art. 2395 c.c. si possa considerare espressione del principio generale del *neminem ledere* di cui all'art. 2043 c.c. (così in giurisprudenza TribMilano, Gatti c. Cultrera, Sofinvest, in *Foro pad.*, 1, 1998, p. 139, a c. 140 in part.). In tal caso, infatti, l'enunciato è passibile di interpretazione analogica o è comunque ammissibile l'ipotesi di una responsabilità di terzi in concorso con gli amministratori e, quindi, con la società emittente (v. infra, ____), sindaci (art. 2407) e revisori contabili (art. 2409-sexies, art. 164 TUF). Tali terzi sarebbero gli altri ipotetici "responsabili delle informazioni contenute nel prospetto", secondo il linguaggio dell'art. 94, comma 8 TUF. Personalmente concordo con tale opinione, anche se ritengo che la norma sia da considerare eccezionale rispetto ai principi del diritto societario, in quanto prevede una responsabilità diretta degli amministratori per atti compiuti nell'ambito del proprio ufficio e nell'interesse della società. Si tratta, però, di un carattere che non rende estensibile analogicamente la responsabilità degli amministratori verso i soci e i terzi per fatti compiuti nell'ambito del proprio ufficio (è il problema della responsabilità dell'amministratore per l'inadempimento di obbligazioni contrattuali da parte della società); ma che non pregiudica la possibilità di estendere la responsabilità dell'amministratore ex art. 2395 c.c. ai terzi che hanno concorso con il compimento dell'illecito extracontrattuale nei confronti dei soci e dei terzi (in particolare, per quanto qui interessa, nei confronti degli investitori). Su tutto vedi anche *infra*, capitolo IV, ____

⁽⁷⁰⁾ Cfr. R. Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L.J.*, vol. 107, 1998, p. 2359; R. Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, 2001, p. 387 387; R. Romano, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, The AEI Press, 2002.

⁽⁷¹⁾ P.G. Mahoney, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va. L. Rev.*, vol. 78, 1992, p. 623.

essere, alla fin fine, il soggetto che paga il danno in conseguenza delle polizze D&O che ormai proteggono costantemente i managers dal rischio di responsabilità civile e che sono, appunto, pagate dalla società ⁽⁷²⁾. Nel dibattito tutte le voci sono rappresentate ma - come già osservato in precedenza - nessuno propone l'abbandono del *private enforcement*: la discussione riguarda il miglioramento delle *class actions*, non la loro eliminazione.

In un contesto come quello italiano, in cui si hanno due casi (*Fingem* e *Lugli*) che hanno portato a sentenze pubblicate nella materia in oggetto ⁽⁷³⁾, il dibattito scientifico è lontano dai problemi americani, che pure toccano questioni di effettivo carattere generale, svelate dalla potenza dei meccanismi di *enforcement* d'oltreoceano. La discussione italiana si concentra, più che altro, sui fondamenti giuridici di tale responsabilità. 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 ⁽⁷⁴⁾. Gli enunciati normativi considerati rilevanti sono l'art. 2395 c.c., considerato espressione di un più generale illecito da inesatte od omesse informazioni estensibile anche al mercato secondario ⁽⁷⁵⁾, e quelli tratti dalla disciplina delle società di revisione e, in particolare, dall'art. 12 d.p.r. 31 marzo 1975 n. 136 ⁽⁷⁶⁾. A seguito della riforma del diritto societario, peraltro, la materia è stata accorpata. La responsabilità per i danni diretti ai terzi e ai soci incombe ora, oltre che sugli amministratori e sulla

⁽⁷²⁾ Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation*, in vol. p.

⁽⁷³⁾ _____

⁽⁷⁴⁾ Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 141 ss.; Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 171 ss.; S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, ; S. Bruno, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto impr.*, vol. 2001, p. 12871287; A. Di Amato, *Il danno da informazione economica*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004;

⁽⁷⁵⁾ Estesamente Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 147 ss.; cfr. pure, per un passo spesso citato in letteratura a proposito dell'art. 2395 c.c. come indice normativo delle "tesi 'innovatrici' in tema di ingiustizia del danno" U. Carnevali, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, vol. 1988, p. 83, p. 87; il passo è ripreso, per esempio, da F.D. Busnelli, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto impr.*, vol. 1991, p. 539, a p. 572; Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., p. 123 ("la presunta codificazione ex novo da parte dell'art. 2395 c.c. del principio di risarcibilità dei danni da informazione cagionati dagli amministratori deve escludersi"); la stessa autrice mette in evidenza, a p. 121 s., nt. 90, l'indice testuale traibile dallo stesso art. 2395 c.c., che enuncia la responsabilità con la formula "le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno (...)", che assume l'esistenza di tale diritto.

⁽⁷⁶⁾ Supra, ____

stessa società, sempre in forza dell'art. 2395 c.c., anche sui sindaci (art. 2407, comma 3 c.c.) e appunto sul revisore contabile (art. 2409-*sexies*, comma 1, ed art. 164 TUF, che rinviano all'art. 2407 ed enunciano la responsabilità del revisore nei confronti della società, dei soci e dei terzi). L'art. 2395 c.c. costituisce, pertanto, la principale norma di responsabilità da informazione inesatte diffuse sul mercato secondario ⁽⁷⁷⁾. Essa consente all'investitore di agire contro l'amministratore e contro la società; eventualmente, anche contro i sindaci ed il revisore contabile, ossia – a seconda dei casi – le società di revisione che esprimono il giudizio sul bilancio delle società con titoli diffusi presso il pubblico (art. 116, comma 2 TUF) e le società di revisione iscritte all'albo di cui all'art. 161 TUF che svolgono l'attività di revisione contabile sulle società con azioni quotate.

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 da luogo ad 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 c.c., anche se non è obbligato a nessuna prestazione nei confronti di colui che ha chiesto l'informazione” ⁽⁷⁸⁾. 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 ⁽⁷⁹⁾. 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 ⁽⁸⁰⁾. Ciò che distingue l'area di responsabilità dall'area di irresponsabilità è evidentemente la natura del soggetto che diffonde le informazioni ed il grado di affidamento sulla loro esattezza che il mercato gli attribuisce. Le reali differenze tra le due formule

⁽⁷⁷⁾ C. Amatucci, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario*, in vol. 2005, p. , ne discute le potenzialità nella prospettiva di un trapianto, nel nostro ordinamento, dell'istituto americano della *class-action*.

⁽⁷⁸⁾ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, 3, Giuffrè, Milano, 2006, p. 492 ss., p. 496 in part. 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 *Anal. giur. econ.*, vol. 1, 2002, p. 209, a pp. 226-228.

⁽⁷⁹⁾ Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 168.

⁽⁸⁰⁾ Busnelli, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in vol. p. 573 ss. in part.

si apprezzano pertanto più su un piano dogmatico generale, relativo alla possibilità e necessità di indurre una categoria come quella dell'obbligazione senza prestazione dal nostro diritto positivo. La presenza dell'art. 2395 c.c. certamente gioca a favore della tesi seguita dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza ⁽⁸¹⁾.

Vista la portata dell'art. 2395 c.c., peraltro, con riguardo agli emittenti l'unico momento significativo di applicazione dell'art. 2043 c.c. al posto dell'art. 2395 c.c. 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 c.c.). Il tema di vero interesse, pertanto, è quello relativo all'estensione della responsabilità a soggetti terzi, quali intermediari finanziari, analisti, agenzie di rating, che abbiano un contatto con le informazioni diffuse dall'emittente.

Va osservato che i principali ordinamenti non ammettono una responsabilità per colpa derivante dalla diffusione di informazioni inesatte (o addirittura dalla mancata tempestiva comunicazione al mercato di informazioni price-sensitive). Il criterio di imputazione è il dolo o, come nel caso della Germania, la colpa grave ⁽⁸²⁾. Da questa prospettiva, pertanto, le regole di responsabilità italiane sono particolarmente favorevoli all'investitore.

11. Si è visto quale fosse l'approccio della nostra dottrina in punto di nesso causale tra l'informazione ed il danno sul mercato delle emissioni, laddove osservava che l'obbligatoria consegna del prospetto all'investitore fa presumere la lettura ed il conseguente affidamento, rovesciando l'onere probatorio in capo all'emittente ⁽⁸³⁾.

Con riguardo al tema delle conseguenze sul mercato secondario delle informazioni inesatte contenute nel prospetto di collocamento, la nostra dottrina, sempre in funzione della massima tutela degli investitori, ha proposto nuovamente l'adozione di presunzioni semplici di causalità, in forza delle quali il giudice può ragionevolmente assumere che le informazioni contenute nel prospetto, tramite la sua pubblicazione, si sono propagate, direttamente o tramite l'influenza dispiegata sugli investitori del mercato secondario, attraverso la creazione di una disponibilità all'investimento

⁽⁸¹⁾ Seppure non ricorra nelle trattazioni dedicate ai mercati finanziari, si potrebbe naturalmente anche invocare la tesi della responsabilità contrattuale "da contatto sociale", recentemente fatta propria, per esempio, dalle Sezioni Unite della Cassazione: _____

⁽⁸²⁾ Cfr. P. Davies, *Davies Review of Issuer Liability - Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC*, 2007 ____

⁽⁸³⁾ Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 125.

proposto ⁽⁸⁴⁾. Ovviamente, il ragionamento è estensibile anche alle altre informazioni diffuse in forza di legge sul mercato secondario. Da ciò tutta la nostra principale dottrina suggerisce argomenti presuntivi che, nei fatti, importano e recepiscono il modulo argomentativo della *fraud-on-the-market theory* americana, proponendo di individuare il nesso di causa non già nell'affidamento diretto sui contenuti delle informazioni diffuse sul mercato, ma nell'affidamento sui prezzi come vettori delle informazioni disponibili sul mercato ⁽⁸⁵⁾. Sarebbe l'errato valore informativo trasmesso dal prezzo a causare il danno all'investitore ⁽⁸⁶⁾.

Le dimensioni del nostro mercato non autorizzano ad assumere l'esistenza di un mercato efficiente in senso semi-forte ⁽⁸⁷⁾, assunto che peraltro anche con riguardo al mercato statunitense è

⁽⁸⁴⁾ Cfr. sempre Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 126, p. 158 e p. 163

⁽⁸⁵⁾ Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., p. 224 ss., secondo la quale l'assunto relativo all'efficienza semi-forte del mercato che sorregge una simile presunzione di causalità sarebbe sotteso dalla legislazione in tema di trasparenza (ossia, dal TUF); Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 187 ("aver affermato che in un mercato tendenzialmente efficiente il danno per l'investitore consegue all'aver negoziato uno strumento finanziario secondo un prezzo diverso dal suo 'valore intrinseco', risolve la dimostrazione del legame eziologico con la condotta del convenuto nella semplice prova che il prezzo è artificiosamente formato in conseguenza della falsa od omessa informazione"). Vedi pure Carnevali, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in vol. p. , a p. 90, sulla necessità di costruire presunzioni di causalità per rendere effettiva l'applicazione dell'art. 2395 c.c. a tutela degli investitori.

Spunti analoghi già nella letteratura in tema di responsabilità della società di revisione, in particolare in F. Bonelli, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, vol. 1979, p. 984 VERIFICARE

⁽⁸⁶⁾ L'argomento, citato anche dalla Corte Suprema in *Basic* (_____) è tratto da una delle decisioni di merito che avevano accolto la teoria della FOTM: "In face-to-face transactions, the inquiry into an investor's reliance upon information is into the subjective pricing of that information by that investor. With the presence of a market, the market is interposed between seller and buyer and, ideally, transmits information to the investor in the processed form of a market price. Thus the market is performing a substantial part of the valuation process performed by the investor in a face-to-face transaction. The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of the stock is worth the market price": *In re LTV Securities Litigation*, 88 F. R. D. 134, 143 (ND Tex. 1980).

Z. Goshen - G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke L.J.*, vol. 55, 2006, p. 711766 ("reliance on market prices is a substitute for reliance on the misstatement").

⁽⁸⁷⁾ Sul tema cfr. J.R. Macey - G.P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 42, 1990, p. 1059.

fonte di fortissimi dubbi ⁽⁸⁸⁾ e sul quale invece si fonda, da un punto di vista teorico, la teoria della *fraud-on-the-market* ⁽⁸⁹⁾. La realtà è che la presunzione di causalità che usa il prezzo come vettore dell'informazione costituisce un artificio diretto a facilitare l'azione degli investitori al di fuori di ogni possibile effettivo collegamento con i tradizionali schemi proposti dalle teorie sulla causalità. Come la dottrina americana più attenta ha messo in mostra, 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. E' il primo affidamento a determinare l'investitore a compravendere, a determinare – appunto – quella “propensione all'investimento” che altrimenti non esisterebbe ⁽⁹⁰⁾. Così posto, l'argomento non richiede il supporto della tutt'altro che indiscussa teoria dei mercati efficienti, non sposata, nella sua forma più radicale, da nessun economista finanziario ⁽⁹¹⁾ e di sicuro non applicabile ad una larga parte dei titoli del listino italiano, il cui mercato non ha una liquidità ed uno spessore che possa far ipotizzare l'esistenza di un mercato efficiente.

Il vero ed unico punto di rilievo è quello attinente all'influenza sul prezzo dell'informazione inesatta o dell'omissione. Come scritto da autorevole dottrina americana, “l'indagine di rilievo per una presunzione di affidamento in un caso di *securities fraud* non attiene alla circostanza che il mercato del titolo sia efficiente, ma alla circostanza che le informazioni inesatte o le omissioni abbiano avuto influenza sul prezzo di quel titolo” ⁽⁹²⁾. L'investitore potrebbe anche non aver cambiato la propria strategia nel caso in cui l'informazione corretta gli fosse stata nota: avrebbe soltanto compravenduto ad un prezzo diverso ⁽⁹³⁾. Senza la necessità di appoggiarsi alla “efficient capital market hypothesis”, lo schema causale nei mercati finanziari si può sostanzialmente reggere

⁽⁸⁸⁾ Sul tema nella letteratura giuridica più recente R.S. Karmel, *When Should Investor Reliance Be Presumed in Securities Class Actions?*, in *Bus. Law.*, vol. 2007, p. ____??

⁽⁸⁹⁾ D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Bus. Law.*, vol. 38, 1982, p. 1.

⁽⁹⁰⁾ “The courts below accepted a presumption, created by the fraud-on-the-market theory and subject to rebuttal by petitioners, that persons who had traded Basic shares had done so in reliance on the integrity of the price set by the market, but because of petitioners' material misrepresentations that price had been fraudulently depressed”: Basic

⁽⁹¹⁾ Come scrive Fama nel 1991, l'ipotesi che i mercati siano efficienti è certamente falsa, ma il punto è di vedere di quanto i mercati si allontanano dai suoi paradigmi: Fama (citato da Macey-Miller-Mitchell-Netter, 1991)

⁽⁹²⁾ J.R. Macey - G.P. Miller - M.L. Mitchell - J.M. Netter, *Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in *Va. L. Rev.*, vol. 77, 1991, p. 1017, a p. 1021.

⁽⁹³⁾ M.B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Bus. Law.*, vol. 60, 2005, p. 507

sul tema della *materiality*. La responsabilità civile deriva dalla violazione degli obblighi di informazione posti dalla legge e dalla diffusione di informazioni inesatte capaci di influenzare il prezzo del titolo.

Peraltro, il problema del nesso di causa non pare preoccupare troppo le pochissime sentenze italiane che si sono occupate di responsabilità da false informazioni sul mercato secondario. Il nesso di causa, infatti, è un criterio di selezione e come tale è uno strumento argomentativo cruciale soprattutto quando si vuole negare il diritto al risarcimento del danno ⁽⁹⁴⁾. Nell'esperienza italiana le cause di responsabilità per i danni derivanti da omesse informazioni o informazioni non veritiere sono, come detto, rarissime. Non sorprende, pertanto, che il discorso sul nesso di causa si manifesti in termini più leggeri rispetto al contenzioso civile americano, termini probabilmente dettati dalla volontà di non creare eccessive barriere all'azione degli investitori ⁽⁹⁵⁾.

12. Una materia in cui il problema della responsabilità civile solleva problemi estremamente complessi, sia per delineare l'area dell'illecito sia in punto di nesso di causa, è quella dell'insider-trading. Negli Stati Uniti la materia è caratterizzata prevalentemente dalle azioni della SEC contro gli insiders, volte ad ottenere *civil sanctions* che sono, in effetti, avvicinabili alle nostre sanzioni amministrative. Sul piano del *private enforcement*, allo scopo di rafforzare il livello di deterrenza dopo i grandi casi di *insider-trading* degli anni ottanta, La proposta è stata seguita dal caso *Wilson* ⁽⁹⁶⁾ e, successivamente, dallo stesso congresso, con lo "Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act" (ITSFEA) del 1988, che modifica lo Exchange Act ⁽⁹⁷⁾.

L'ITSFEA mostra probabilmente l'uso dello strumento civilistico più vicino alla sanzione pubblica che si possa immaginare: il diritto al risarcimento dei danni spetta agli investitori che operano sul mercato in senso opposto rispetto all'insider nel momento in cui egli compravendeva; ma i danni sono commisurati ai guadagni ottenuti dall'insider (o alle perdite evitate), diminuiti dell'eventuale restituzione (*disgorgement*) effettuata su ordine della SEC (Sect. 20A, Exchange Act). Il danno non ha dunque alcuna correlazione con la perdita effettivamente subita dal soggetto cui l'ordinamento attribuisce il diritto di azione; tale danno è una forma di confisca dei proventi del reato avente però natura privata e, tuttavia, correlata con la confisca eseguita per mano pubblica.

⁽⁹⁴⁾ M. Franzoni, *L'illecito*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 65 s.

⁽⁹⁵⁾ Casi *Fingem* e *Lugli*

⁽⁹⁶⁾ *Wilson V. Comtech Telecomm. Corp.*, 648 F.2d 88 (2d Cir. 1981).

⁽⁹⁷⁾ Per un commento relativo alla situazione della giurisprudenza prima dell'ITSFEA cfr. W.K.S. Wang, *The "Contemporaneous" Traders Who Can Sue an Inside Trader*, in *Hastings L.J.*, vol. 38, 1987, p. 1175-1194; per un'analisi più recente, cfr. V.M. Dougherty, *A Dissemblance of Privity: Criticizing the Contemporaneous Trader Requirement in Insider Trading*, in *Del. J. Corp. L.*, vol. 24, 1999, p. 83.

In Italia la possibilità di affermare l'esistenza di una responsabilità civile dell'insider che opera sul mercato è dibattuta ⁽⁹⁸⁾. Nel recente caso *SCI*, tuttavia, il Tribunale di Milano ha affermato l'esistenza di tale responsabilità ⁽⁹⁹⁾. Il caso è, in effetti, esemplare. I documenti in base ai quali il tribunale ha potuto ricostruire la vicenda erano stati acquisiti dagli attori nell'ambito di un procedimento penale poi archiviato e tenevano conto dei risultati di un'indagine ispettiva della Consob. La *discovery* dei documenti era stata, pertanto, resa possibile da una preventiva azione pubblica (l'azione penale, preceduta dall'azione dell'autorità indipendente) che peraltro non aveva condotto a sanzioni penali. Tali documenti rivelavano che la coalizione di banche che aveva sottoscritto il piano di salvataggio della società quotata *SCI* e che aveva assunto una partecipazione complessivamente vicina all'ottanta per cento del capitale, rifiutato l'invito di un possibile acquirente ad avviare trattative in termini giudicati privi d'interesse, nei fatti aveva davanti agli occhi, nel luglio 1997, l'imminente fallimento della società. Di fronte alla situazione il consiglio di amministrazione in carica (espressione del comitato ristretto che rappresentava le banche creditrici) si dimetteva, con un comunicato che non dava minimamente conto delle vere ragioni della decisione. Il mercato, sulla base di notizie di stampa poi rivelatesi infondate, non collegava le dimissioni al crollo di ogni speranza e continuava a scommettere sul salvataggio della società e su un'opa da parte di un potenziale acquirente; nel frattempo le banche, tutto tacendo, separatamente vendevano i titoli sul mercato (una di esse, anzi, scaricando il quindici per cento del proprio pacchetto sulla propria inconsapevole clientela). All'epoca della nomina dei liquidatori della società, quasi tutte le banche avevano alienato le proprie azioni; proprio per questo, anzi, in documenti riservati una di esse si lamentava con le altre per aver violato i reciproci accordi.

Il Tribunale, accertata l'esistenza di un gruppo di controllo identificabile nelle banche azioniste, qualificava le stesse come *insiders* e le considerava responsabili del danno subito dagli investitori attori, che avevano acquistato titoli *SCI* proprio nel periodo in cui le banche avevano venduto. La sentenza fonda la responsabilità sull'art. 2043 c.c., nel presupposto che la norma penale contro l'*insider-trading* tuteli, sia pure in via indiretta, gli interessi patrimoniali degli investitori e, comunque, che pure la violazione della regole in materia di comunicazione dei soggetti capogruppo possa costituire illecito civile ⁽¹⁰⁰⁾. Pur in assenza di un passaggio dedicato, il giudice afferma, nella

⁽⁹⁸⁾ In senso favorevole P. Abbadessa, *L'insider-trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, vol. I, 1992, p. 749, a p. 757 ss. in part., ma solo nei confronti della controparti dirette (ammesso che sia possibile identificarle); contra, A. Bartalena, *Insider trading*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 1993, p. 213, a p. 336 ss., che contesta sia la possibilità di sussumere l'azione dell'insider nell'ambito della responsabilità precontrattuale o extracontrattuale, sia la possibilità di stabilire un nesso di causa tra quell'azione e gli investitori astrattamente danneggiati.

⁽⁹⁹⁾ TribMilano, *SCI*, in *Foro it.*, I, 2004, p. 1581

⁽¹⁰⁰⁾ Il passaggio rilevante è brevissimo e finisce per confondersi sul giudizio relativo all'individuazione del danno risarcibile: cit., p. 1602.

sostanza, l'opportunità di concedere l'azione civile in una situazione in cui era comunque evidente che le sanzioni pubbliche non erano servite a nulla.

Il diritto al risarcimento del danno è concesso agli attori che, si comprende, erano *contemporaneous traders*. In punto di danno, il tribunale non prosegue coerentemente con gli assunti secondo cui la responsabilità deriva anche da un'omessa informazione e, perciò, non prende come riferimento le perdite degli investitori tra il momento in cui iniziano le vendite delle banche ed il momento in cui l'inside information viene svelata, bensì – in via equitativa – tra il primo momento e quello in cui l'opera di alienazione si esaurisce. Si tratta, evidentemente, di un criterio privo di senso, che in teoria potrebbe svelare i problemi legati alla necessità di attribuire un risarcimento del danno in una situazione in cui, in assenza dell'attività di *insider trading*, l'investitore si sarebbe comunque ritrovato in posizione identica. In realtà, tali problemi erano ridotti, nel caso SCI, dal fatto che la comunicazione dell'informazione era probabilmente un obbligo per il consiglio di amministrazione di SCI (di espressione bancaria) e soprattutto dal fatto che le banche avevano omesso la comunicazione dei soggetti capogruppo. Se l'informazione non fosse stata un obbligo e fosse stato chiaro che le banche non avevano violato alcun dovere di informazione relativo alle proprie vendite di titoli SCI (ossia, se il solo illecito compiuto dalla banche fosse stata la vendita dei titoli sulla base delle informazioni riservate di cui esse disponevano), la decisione sarebbe stata molto più difficile, appunto perché gli investitori si sarebbero trovati, in assenza degli *insiders*, addirittura in una situazione peggiore, perché il prezzo dei titoli non sarebbe caduto con le vendite.

In apparenza nel caso SCI il problema del nesso di causa è superato in modo analogo ai casi americani che affermano l'esistenza del nesso tra l'attività dell'insider ed il danno dell'investitore, il quale non avrebbe negoziato a quei termini se avesse conosciuto l'informazione a disposizione dell'insider ⁽¹⁰¹⁾. L'individuazione dei soggetti aventi diritto al risarcimento riposa sull'identificazione di coloro che hanno negoziato in danno nel periodo di oscurità, seppure la sentenza non si dilunghi sul tema e siano perciò apparentemente lontane le complessità americane relative alla corretta applicazione del "contemporaneous trader requirement" ⁽¹⁰²⁾. Quello che manca, nell'argomentazione del giudice italiano, è solo l'uso espresso dell'argomento consequenzialista: l'affermazione della forza deterrente della sanzione civile, il rilievo circa l'opportunità di affiancare l'azione pubblica con l'azione privata.

13. Il caso italiano che meglio mostra i problemi del *private enforcement* è, senza dubbio, il caso Sai-Fondiaria. Il caso riguarda una smaccata elusione delle norme in tema di opa

⁽¹⁰¹⁾ Shapiro v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

⁽¹⁰²⁾ Sul tema Dougherty, *A Dissemblance of Privity: Criticizing the Contemporaneous Trader Requirement in Insider Trading*, in vol. p. ; Wang, *The "Contemporaneous" Traders Who Can Sue an Inside Trader*, in vol. p.

obbligatoria da parte di Mediobanca e Sai, con l'aiuto di cinque "cavalieri bianchi". Attuata la presa di controllo di Fondiaria senza, appunto, il lancio dell'o.p.a., SAI si fuse con Fondiaria, a seguito di delibera che, a quanto risulterebbe, non fu presa con il voto determinante dei concertisti. Alcuni azionisti di minoranza avviarono delle azioni civili contro Sai e Mediobanca, chiedendo la differenza tra il prezzo delle azioni Fondiaria all'epoca in cui l'opa sarebbe dovuta essere lanciata ed il prezzo previsto per l'opa obbligatoria. Il tribunale di Milano accolse la domanda, mentre la Corte d'appello l'ha di recente rigettata.

Il caso era difficile. La disciplina sull'opa prevede la sanzione, in caso di mancato lancio dell'offerta pubblica, della sospensione del diritto di voto sull'intera partecipazione e l'obbligo di rivendere la partecipazione eccedente entro un anno (art. 110 TUF). Ma tale sanzione dipende soprattutto dall'azione della Consob. Se tale azione è tempestiva, le misure poste dall'art. 110 TUF eliminano la necessità di sanzioni ulteriori. Ma se l'azione non c'è o è tardiva, gli azionisti di minoranza rimangono completamente esposti agli abusi. Il problema, dunque, è un problema di monopolio dell'*enforcement*: lo stesso identico problema di fondo affrontato dalla Corte Suprema nel caso Borak.

Mentre nel ragionamento dei giudici americani l'argomento orientato alle conseguenze è spesso esplicitato, nell'argomentazione dei nostri giudici tale argomento fa paura, in quanto sembra tradire l'ideologia del giudice bocca della legge. Il tribunale di Milano, pertanto, conduce un ragionamento incentrato sul tema delle sanzioni, ma lo maschera con passaggi argomentativi di apparenza dogmatica che però, essendo deboli, danno luogo ad una sequenza farraginosa, in cui responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale si mischiano e si confondono. Non a caso la decisione è stata criticata da quasi tutti i suoi molti commentatori ⁽¹⁰³⁾. La Corte d'appello, per parte sua, ha argomentato in modo per certi versi dogmaticamente più persuasivo, ma a costo di ignorare la conseguenza che il proprio ragionamento comporta, ossia quello di una tutela degli azionisti di minoranza totalmente e ciecamente affidata alla Consob ⁽¹⁰⁴⁾.

14. Il *private enforcement* si fonda anche sulla presenza di soggetti terzi rispetto a chi fornisce l'informazione, soggetti che offrono al mercato servizi di certificazione in senso lato e che la legge chiama a rispondere nel caso in cui tali servizi non siano stati svolti in modo appropriato. In tal modo, si creano dei soggetti che hanno incentivi diretti a prevenire il compimento delle frodi

⁽¹⁰³⁾ Cfr. in part. M. Morello, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Soc.*, vol. 4, 2006, p. 408; F. Carbonetti, *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca merc. fin.*, vol. 2005, p. 634; M. Gatti, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, vol. II, 2005, p. 774; G. Guizzi, *Notarelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, vol. II, 2005, p. __

⁽¹⁰⁴⁾

finanziarie: sono i *gatekeepers* della letteratura giuseconomica americana ⁽¹⁰⁵⁾.

I due *gatekeepers* per eccellenza sono la banca d'affari responsabile del collocamento (art. 93, comma 1, lett. e TUF) ed il revisore contabile. Del responsabile del collocamento si è detto. Quanto al revisore contabile, nel nostro diritto è responsabile nei confronti della società, dei creditori, dei soci e dei terzi ⁽¹⁰⁶⁾. Il revisore contabile svolge un'attività di revisione delle informazioni contabili, pertanto, per una serie diversa di soggetti: per gli azionisti nel complesso (la società) ed i creditori, come strumento di controllo dei *managers*; per gli investitori potenziali, come strumento di controllo dei tentativi della società emittente di approvvigionarsi di denaro a termini troppo favorevoli (sul mercato primario) e come strumento di certificazione continua dei dati contabili atto a consentire scambi tra controparti anonime sul mercato secondario ⁽¹⁰⁷⁾.

Dopo i grandi scandali finanziari di inizio secolo, che hanno colto le società di revisione nell'occhio del ciclone, si è avviato un dibattito internazionale sul regime di responsabilità civile dei revisori contabili. Ci si chiede se i revisori contabili meritino di essere protetti da un limite di responsabilità, per evitare il rischio che l'esposizione a responsabilità civile possa mettere in crisi una delle quattro grandi reti rimaste (Deloitte, Touche and Tohmatsu; Ernst & Young; KPMG; PWC), determinando una concentrazione eccessiva del mercato. In questo dibattito è curioso che il caso italiano sia preso ad esempio: nello studio sul tema preparato per conto della Commissione CEv⁽¹⁰⁸⁾, il London Economics ed il professor Ewert citano l'Italia come il paese europeo in cui il rischio di un evento catastrofico può più facilmente concretizzarsi, perché penderebbero ventuno cause di dimensione superiore ai dieci milioni di dollari, tra le quali tre con domande superiori al miliardo di dollari ⁽¹⁰⁹⁾. Numerosi errori inficiano tali numeri: lo studio si concentra sulla responsabilità dei revisori nei confronti degli investitori, mentre il numero delle cause sicuramente non si riferisce a tale specifica ipotesi, comprendendo una congerie di altre fattispecie che inquinano il dato; ciò che conta, poi, non è il numero delle cause avviate, ma il numero delle condanne e l'importo dei danni liquidati in sentenza.

⁽¹⁰⁵⁾ J.C. Coffee Jr., *Gatekeepers*, Oxford Univ. Press, Oxford, 2006, ove ult. riff.

⁽¹⁰⁶⁾ Per una recente analisi cfr. G. Presti, *La responsabilità dei revisori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, vol. I, 2007, p. ____; sia pure consentito il rinvio a G. Ferrarini - P. Giudici, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in A.G.F.C.p.l.s.d.d.c.e. bancario (a cura di), *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 115.

⁽¹⁰⁷⁾ Per un'analisi più dettagliata sia permesso il rinvio a ____, in corso di pubblicazione

⁽¹⁰⁸⁾ LONDON ECONOMICS IN ASSOCIATION WITH PROFESSOR RALF EWERT, *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes (MARKT/2005/24/F), Final Report to EC-DG Internal Market and Services*, settembre 2006, 105 (qui di seguito, "Final Report").

⁽¹⁰⁹⁾ Anzi, il Final Report indica che oggi l'Italia è, in Europa, il paese in cui è pendente il maggior numero di cause di dimensione superiore ai dieci milioni di dollari USA: sarebbero ventuno. Vedi Final Report (nt. ____), 161.

Con riguardo alla responsabilità sui mercati finanziari, in Italia si registrano solo due casi significativi andati a sentenza e pubblicati, uno giustamente favorevole alla società di revisione (è il caso Lugli), l'altro giustamente sfavorevole (è il caso Fin.GEM). Le società di revisione italiane sono società di capitali, strumento che è di per sé idoneo ad affrontare rischi esponenziali grazie alla limitazione della responsabilità dei soci; inoltre, non vi è rischio che la crisi di una società italiana parte di una rete internazionale trascini nel baratro l'intera rete. L'affermazione che in questo specifico campo si assiste ad un *private enforcement* troppo intenso è, dunque, destituita di fondamento.

Ciò detto, che la responsabilità da false informazioni sul mercato secondario possa potenzialmente essere eccessiva se misurata in termini puramente correlati alla posizione degli investitori che hanno investito in perdita è dato acquisito nella letteratura giuseconomica. Tuttavia, affinché in pratica l'eccessiva intensità della sanzione civile rispetto al costo sociale sia avvertibile occorre che tutti gli investitori che hanno investito in perdita nel momento in cui le informazioni inesatte venivano diffuse abbiano fatto causa contro la società di revisione. Il problema di una sanzione civile eccessiva si pone, in altri termini, in presenza di *class actions*: uno scenario ignoto all'esperienza italiana.

Analoghe considerazioni possono valere per l'eventuale responsabilità civile delle agenzie di *rating* o degli analisti ⁽¹¹⁰⁾. Non mi pare discutibile che tale responsabilità possa esistere, nel caso in cui tali imprese abbiano violato le regole che ne disciplinano l'agire; non vedo, tuttavia, come l'azione privata possa divenire uno strumento deterrente efficace nei loro confronti in assenza di *class actions*, di meccanismi di *discovery* processuale, di accesso alle informazioni raccolte dalle autorità di vigilanza nell'ambito della propria attività ispettiva.

15. L'unico settore finanziario in cui vi è un vivace contenzioso civile è quello dei c.d. “protective gatekeepers”, ossia delle banche e delle imprese di investimento che intermediano gli investimenti finanziari delle famiglie. Il diritto europeo, infatti, ha sino ad oggi protetto maggiormente gli investitori sul piano delle regole di comportamento degli intermediari che sul piano della responsabilità da false informazione degli emittenti. Da questa prospettiva è interessante notare come l'enfasi sia stata sinora posta sulla regola di adeguatezza (art. 21 TUF), che è una regola destinata ad influenzare il modo in cui l'investitore diversifica il proprio rischio. Si potrebbe essere tentati di arguire che il diritto europeo risolve il problema della responsabilità civile da false informazioni sul mercato secondario spostando l'accento dagli strumenti di tutela contro gli emittenti alla prevenzione del rischio tramite, appunto, l'anticipata ed adeguata diversificazione dell'investimento. La MiFID, da questo punto di vista, potrebbe costituire tuttavia un arretramento

⁽¹¹⁰⁾ Su quest'ultima cfr. Mazzoni, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in vol.

della tutela, giacché il controllo sull'adeguatezza viene riservato ai servizi di consulenza e di gestione patrimoniale e, quindi, non è più considerabile un controllo insito nella prestazione di qualsiasi servizio finanziario.

Il giudizio sull'effettività del *private enforcement* nella materia delle regole di comportamento degli intermediari, ad ogni modo, non può che essere parziale e, comunque, frutto di impressioni. Non esistono misurazioni empiriche circa la potenziale vastità della responsabilità civile connessa alle violazioni accertate dalla Consob o in sede giudiziale ed i danni effettivamente corrisposti agli investitori nelle centinaia di cause avviate in tutta Italia e caratterizzate da una dimensione non rilevante. Non è dunque possibile comprendere se in questo campo vi sia stato o meno un caso di buona effettività del *private enforcement*; si ha però la diffusa sensazione che le cause civili abbiano disciplinato gli intermediari più delle azioni della Consob.

La materia mette un altro dei temi tipici del discorso sul *private enforcement*: quello relativo alla natura dei rimedi civili. Il riferimento è, naturalmente, al dibattito sulla conseguenza del mancato rispetto, da parte degli intermediari, delle regole di comportamento fissate dall'art. 21 TUF e dalla regolamentazione secondaria e, quindi, alle differenze, anche in termini di capacità deterrente, tra la sanzione del risarcimento del danno e quella della nullità ⁽¹¹¹⁾

16. Si possono trarre alcune sommarie conclusioni dal discorso sin qui condotto. Sul piano delle regole il diritto italiano non è così lontano dal diritto federale americano, seppure alcune interpretazioni proposte dalla dottrina (penso in particolare al richiamo alla *fraud-on-the-market theory*) non sono state ancora sottoposte a verifica giudiziale. Tolto il caso della responsabilità degli intermediari finanziari, le cause civili in materia sono eventi rari o addirittura unici. Si può dubitare che il rischio delle “sanzioni civili” influenzi le imprese nella materia dell'informazione societaria, contribuendo ad aumentare l'effettività di una disciplina largamente affidata alla Consob. L'attribuzione con le azioni derivate di un ruolo di *private attorney general* agli azionisti di minoranza non ha avuto, a quasi dieci anni dalla sua introduzione, alcun impatto significativo: l'istituto è stato mal trapiantato nell'ordinamento italiano.

Su un piano generale si può discutere, naturalmente, se in un ordinamento come quello italiano il potenziamento del *private enforcement* sia addirittura auspicabile in assenza di una modifica radicale del sistema giudiziario nel suo complesso. E' curioso, tuttavia, che tutto il sistema ruoti intorno ad un monopolista pubblico, tanto più se si osserva che, sul piano giuridico, questo monopolista deve temere soltanto la responsabilità civile, cioè l'*enforcement* privato.

P. Abbadessa, *L'insider-trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, vol. I, 1992, p. 749

J.C. Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 48, 1996, p.

⁽¹¹¹⁾ Rinvio, sul tema, alle puntuali osservazioni di Perrone, _____

1487

- G. Alpa, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. giur.*, vol. 1987, p.
- C. Amatucci, *L'azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario*, in vol. 2005, p.
- A. Bartalena, *Insider trading*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 1993, p. 213
- G.S. Becker - G.J. Stigler, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in *J. Leg. Stud.*, vol. 3, 1974, p. 1
- F. Bonelli, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, vol. 1979, p.
- F. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2004
- 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 *Contratto impr.*, vol. 2001, p. 1287
- P.H. Bucy, *Private Justice*, in *S. Cal. L. Rev.*, vol. 76, 2002, p. 1
- F.D. Busnelli, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto impr.*, vol. 1991, p. 539
- F. Carbonetti, *Opa obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Dir. banca merc. fin.*, vol. 2005, p. 634
- U. Carnevali, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, vol. 1988, p. 83
- Cass, 3 marzo 2001, n. 3132, Gatti c. Consob, in 2001, p.
- C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, 3, Giuffrè, Milano, 2006
- G. Cattaneo, *Recensione a G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto*, in *Quadrim.*, vol. 1986, p.
- Y.-K. Che, *Revolving Doors and the Optimal Tolerance for Agency Collusion*, in *Rand J. Econ.*, vol. 26, 1995, p. 387
- J.C. Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 304*, vol. 2007, p. 1
- 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.*, vol. 42, 1983, p. 215
- J.C. Coffee Jr., *The Unfaithful Champion: The Plaintiff as Monitor in Shareholder Litigation*, in *Law & Contemp. Probs.*, vol. 48, 1985, p. 40
- J.C. Coffee Jr., *Understanding The Plaintiff's Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions*, in *Colum. L. Rev.*, vol. 86, 1986, p. 669
- J.C. Coffee Jr., *Gatekeepers*, Oxford Univ. Press, Oxford, 2006
- J.C. Coffee Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation*, in *Colum. L. Rev.*, vol. 106, 2006, p. 1534
- M.A. Cohen - P.H. Rubin, *Private Enforcement of Public Policy*, in *Yale J. on Reg.*, vol. 3, 1985, p. 167
- P. Davies, *Davies Review of Issuer Liability - Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC*, 2007
- B. DePoorter - J. De Mot, *Whistle Blowing*, in *George Mason Univ., School of Law, L & Econ. wp.*, vol. 2004, p.
- A. Di Amato, *Il danno da informazione economica*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2004
- V.M. Dougherty, *A Dissemblance of Privity: Criticizing the Contemporaneous Trader Requirement in Insider Trading*, in *Del. J. Corp. L.*, vol. 24, 1999, p. 83
- F.H. Easterbrook, *Detrebling Antitrust Damage*, in *J.L. & Econ.*, vol. 28, 1985, p. 445
- R.A. Epstein, *Class Actions. Aggregation, Amplification and Distortion*, in *U Chi Legal F.*, vol. 2003, p. 475
- G. Ferrarini, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Giuffrè, Milano, 1986
- G. Ferrarini, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, in *Giur. comm.*, vol. II, 1988, p. 585
- G. Ferrarini - P. Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case* in J. Armour - J.A. McCahery (a cura di), *After Enron*, Hart Publishing, 2006, p. 159
- G. Ferrarini - P. Giudici, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in A.G.F.C.p.l.s.d.d.c.e. bancario (a cura di), *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 115

- G. Ferrarini - P. Giudici, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, vol. 2006, p. 573
- D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Bus. Law.*, vol. 38, 1982, p. 1
- M.B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Bus. Law.*, vol. 60, 2005, p. 507
- M. Franzoni, *L'illecito*, Giuffrè, Milano, 2004
- M. Galanter - D. Luban, *Poetic Justice: Punitive Damages and Legal Pluralism*, in *Am. U. L. Rev.*, vol. 42 1993, p. 1393
- F. Galgano, *Diritto civile e commerciale. Le obbligazioni e i contratti*, vol. II, 2, 4, Cedam, Padova, 2004
- M. Gatti, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, vol. II, 2005, p. 774
- P. Giudici, *Private Antitrust Law Enforcement in Italy*, in *Comp. L. Rev.*, vol. 1, 2004, p. 61
- P. Giudici, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori esercitata dai soci di minoranza: i problemi di un legal transplant*, in *Nuova giur. civ. comm.*, vol. 2005, p. 473
- A. Giussani, *Studi sulle "class actions"*, Cedam, Padova, 1996
- Z. Goshen - G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke L.J.*, vol. 55, 2006, p. 711
- G. Guizzi, *Notarelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, vol. II, 2005, p.
- H. Hansmann - R. Kraakman, *Il ruolo essenziale della organizational law*, in *Riv. soc.*, vol. 2001, p. 21
- S. Issacharoff - J.F. Witt, *The Inevitability of Aggregate Settlements: An Institutional Account of American Tort Law*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 1571
- P.G. Jaeger, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrim.*, vol. 1986, p.
- M.C. Jensen - W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, vol. 3, 1976, p. 305
- R.S. Karmel, *When Should Investor Reliance Be Presumed in Securities Class Actions?*, in *Bus. Law.*, vol. 2007, p.
- R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, in *J. Fin.*, vol. 61, 2006, p. 1
- R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer - R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, vol. 52, 1997, p. 1131
- R. La Porta - F. Lopez de Silanes - A. Shleifer - R.W. Vishny, *Law and Finance*, in *J. Pol. Econ.*, vol. 106, 1998, p. 1113
- J.R. Macey, *Wall Street in Turmoil - State-Federal Relations Post-Eliot Spitzer*, in *Brook. L. Rev.*, vol. 70, 2004, p. 117
- J.R. Macey - G.P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stan. L. Rev.*, vol. 42, 1990, p. 1059
- J.R. Macey - G.P. Miller - M.L. Mitchell - J.M. Netter, *Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in *Va. L. Rev.*, vol. 77, 1991, p. 1017
- P.G. Mahoney, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va. L. Rev.*, vol. 78, 1992, p. 623
- A. Mazzoni, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Anal. giur. econ.*, vol. 1, 2002, p. 209
- G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956
- M. Morello, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Soc.*, vol. 4, 2006, p. 408
- T. Morrison, *Private and Attorneys General and the First Amendment*, in vol. 103, 2005, p. 675
- M.A. Perino, *Did The Private Securities Litigation Reform Act Work?*, in *U. Ill. L. Rev.*, vol. 2003, p. 913
- A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003
- A.M. Polinsky - S. Shavell, *Punitive Damages: An Economic Analysis*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 111, 1998, p. 869
- G.B. Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in P. Alvisi - P. Balzarini - G. Carcano (a cura di), *L'informazione societaria*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 3
- G. Presti, *La responsabilità dei revisori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, vol. I, 2007, p.

- A.C. Pritchard, *Should Congress Repeal Securities Class Action Reform?*, in *Policy Analysis*, vol. 471, 2003, p. 1
- J.A. Rabkin, *The Secret Life of The Private Attorney General*, in *Law & Contemp. Prob.*, vol. 61, 1998, p. 179
- Regoli, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996
- A. Reisberg, *Funding Derivative Actions: A Re-Examination Of Costs And Fees As Incentives To Commence Litigation*, in *JCLS*, vol. 4/2, 2004, p. 345
- A. Reisberg, *Shareholders' Remedies: The Choice of Objectives and the Social Meaning of Derivative Actions*, in *EBOR*, vol. 6, 2005, p. 227
- R. Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L.J.*, vol. 107, 1998, p. 2359
- R. Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, 2001, p. 387
- R. Romano, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, The AEI Press, 2002
- W.B. Rubenstein, *On What A "Private Attorney General" Is - And Why It Matters*, in *Vand. L. Rev.*, vol. 57, 2004, p. 2129
- H.A. Sale, *Heightened Pleading and Discovery Stays: An Analysis of the Effect of the PSLRA's Internal-Information Standard on "33 and "34 Act Claims*, in *Wash. U. L.Q.*, vol. 76, 1998, p. 537
- G.T. Schwartz, *Mixed Theories of Tort Law: Affirming Both Deterrence and Corrective Justice*, in *Tex. L. Rev.*, vol. 75, 1997, p. 1801
- S. Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass., 2004
- A. Shleifer - R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, vol. 52, 1997, p. 737
- A. Shleifer - D. Wolfenzon, *Investor Protection and Equity Markets*, in *J. Fin. Econ.*, vol. 66, 2002, p. 3
- M.C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, in *Va. L. Rev.*, vol. 91, 2005, p. 93
- K.D. Syverud, *The Duty to Settle*, in *Va. L. Rev.*, vol. 76, 1990, p. 1113
- M. Taruffo, *Sui confini*, Il Mulino, Bologna, 2002
- F. Tirio, *La Consob e il segreto d'ufficio*, in *Banca borsa*, vol. II, 2005, p. 360
- TribMilano, 11 gennaio 1988, Minoggio e altri c. American Service Bank, in *Giur. comm.*, II, 1988, p. 585
- TribMilano, Gatti c. Cultrera, Sofinvest, in *Foro pad.*, 1, 1998, p. 139
- TribMilano, SCI, in *Foro it.*, I, 2004, p. 1581
- TribNapoli, 4 aprile 2003, Malen c. Banco di Napoli, in *Soc.*, 2004, p. 78
- TribPrimoGrado, 6 ottobre 2005, Sumitomo Chemical Co. Ltd e altro c. Commissione CE, cause riunite T-22/02 e T-23/02, in *Guida dir.*, 2005, n. 46, 2005, p. 86
- M. Ventrone, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003
- W.K.S. Wang, *The "Contemporaneous" Traders Who Can Sue an Inside Trader*, in *Hastings L.J.*, vol. 38, 1987, p. 1175-1194
- E.J. Weiss - J.S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, in *Yale L.J.*, vol. 104, 1995, p. 2053