

GIOVANNI G. MOGLIA • RENZO RISTUCCIA

GIORNALI, CORRETTEZZA DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA E TUTELA DEL MERCATO MOBILIARE

SOMMARIO

1. INTRODUZIONE. — 2. ABUSIVA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO. — 2.1. La normativa vigente. — 2.2. Offerta di valori mobiliari attraverso articoli di giornale. — 2.3. Accertamento dell'illecito, «veline» e segreto del giornalista. — 3. MANIPOLAZIONE DEL MERCATO. — 3.1. La manipolazione in generale. — 3.2. Manipolazione e aggrottaggio. — 3.3. Il progetto di disciplina della manipolazione. — 3.4. Casi di manipolazione a mezzo stampa negli Stati Uniti e in Italia. — 4. INSIDER TRADING. — 4.1. La direttiva CEE e il disegno di legge italiano. — 4.2. L'insider trading del giornalista negli Stati Uniti. — 4.3 ... ed in Italia. — 4.4. Perché sanzionare l'insider trading del giornalista. — 5. ILLECITI DIFFAMATORI. — 6. PER UNA DISCIPLINA DEL GIORNALISMO FINANZIARIO.

1. INTRODUZIONE.

Scopo del presente lavoro è quello di illustrare le situazioni in cui l'informazione fornita dai *mass media* è suscettibile di porsi in contrasto con norme dettate a tutela dell'integrità dei mercati mobiliari.

Si è infatti convinti che se la correttezza dell'informazione rappresenta sempre un valore della massima importanza, in campo finanziario tale valore assume connotati particolari, poiché solo dal suo rispetto discende un'efficiente funzionamento del mercato e dunque una giusta allocazione delle risorse economiche. Ogni segnale distorto produce, di contro, inefficienze alle quali è opportuno reagire con norme giuridiche che impediscano comportamenti scorretti da parte di coloro che producono e trattano l'informazione.

In questa sede interessa la seconda categoria di soggetti, quella di chi è veicolo piuttosto che fonte dell'informazione. Oggetto di analisi saranno pertanto i comportamenti degli organi di informazione e dei

* Pur essendo il lavoro frutto di un'elaborazione comune, si deve in particolare a Renzo Ristuccia la redazione dei capitoli sulla manipolazione, sull'*insider trading* e sugli illeciti diffamatori e a Giovanni Moglia la redazione di quello sulla abusi-

va sollecitazione del pubblico risparmio.

L'articolo si inserisce nel programma di ricerche su informazione e regolamentazione del LACEF - Laboratorio per la Comunicazione Economica e Finanziaria dell'Università commerciale Luigi Bocconi di Milano.

giornalisti e il termine giuridico di riferimento sarà in particolare il diritto dei valori mobiliari introdotto in Italia dalla legge istitutiva della Consob e tuttora al centro di elaborazione legislativa.

Tra i comportamenti illeciti che il lavoro intende descrivere vanno ricordate in particolare le ipotesi di elusione della normativa in materia di sollecitazione del pubblico risparmio. Si tratta di quei casi in cui, attraverso articoli di stampa prodotti da giornalisti compiacenti, l'impresa emittente valori mobiliari focalizza su di sé l'interesse del lettore-risparmiatore evitando di sottostare agli obblighi di comunicazione alla Consob e di pubblicazione di un prospetto informativo.

Si intende inoltre affrontare il tema della manipolazione dei prezzi di borsa attraverso la diffusione di notizie false o esagerate e dell'eventuale applicazione della disciplina relativa all'aggiotaggio.

Ci si propone anche di considerare l'*insider trading* del giornalista finanziario e la collocazione di tale figura tra le varie categorie di possibili destinatari di una norma che sanziona lo sfruttamento di notizie riservate.

Un breve cenno all'informazione denigratoria ed ai comportamenti velatamente « ricattatori » come attentato alla trasparenza completerà il quadro degli illeciti esaminati.

Quanto al metodo espositivo, la descrizione delle fonti normative rilevanti e dei progetti di legge precederà l'analisi di alcuni casi concreti. Seguirà per ogni argomento un paragrafo dedicato ai problemi di repressione e sanzione degli illeciti descritti.

A conclusione del lavoro si tenterà di definire una possibile disciplina generale del giornalismo finanziario. In questa direzione si verificherà l'attuabilità di un obbligo di *disclosure* della fonte dell'informazione con particolare riguardo ai rapporti di una simile disposizione con la disciplina del segreto professionale¹.

2. ABUSIVA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO.

2.1. LA NORMATIVA VIGENTE.

Una prima possibilità di contrasto tra l'attività del giornalista finanziario e la regolamentazione normativa dei mercati finanziari ri-

¹ Ad altri aspetti giuridicamente problematici del rapporto tra *mass-media* e informazione societaria autorevoli scrittori hanno dedicato la propria attenzione (A. MIGNOLI, *Piccoli problemi: giornalisti in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 883; L. GUGLIEMUCCI, *Informazione societaria e stampa*, in *L'informazione societaria* - Atti del convegno di Venezia, Milano, 1982). Alle lo-

ro pagine si rinvia per quanto concerne la tutela della riservatezza della società, la responsabilità degli amministratori in relazione alle dichiarazioni rilasciate alla stampa, la presenza dei giornalisti alle assemblee (su quest'ultimo punto si veda la comunicazione Consob n. SOC/RM/90004190 del 16 luglio 1990, par. 2.5 c), in *Bollettino Consob* n. 7/1990, p. 130).

guarda il divieto di sollecitazione abusiva del pubblico risparmio posto dall'art. *sub* 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216.

Per una migliore comprensione di tale problematica è necessario premettere una sintetica esposizione della disciplina sulle offerte di valori mobiliari contenuta nella legge istitutiva della Consob, sottolineando l'importanza di siffatta normativa nel più largo contesto della regolamentazione dei mercati finanziari.

L'art. 18 della legge 216 rappresenta infatti uno dei più avanzati strumenti di tutela del risparmiatore imponendo una informativa corretta ed esauriente (*full and fair disclosure*) rivolta al mercato e concernente gli investimenti proposti al pubblico. La tutela del risparmio, oltre ad essere un bene costituzionalmente garantito, è sempre più apparsa come elemento indispensabile per la efficiente allocazione delle risorse in una economia di mercato. Per questi motivi la tutela del mercato finanziario ha assunto rilevanza pubblicistica, fino ad affidare ad un organo pubblico, la Consob, l'obiettivo di assicurare la trasparenza e la circolazione di informazioni all'interno del mercato.

Le finalità perseguite dal legislatore nazionale coincidono con le linee ispiratrici delle legislazioni dei maggiori paesi occidentali e in particolar modo degli Stati Uniti d'America dove, con l'emanazione nel 1933 del *Securities Act* e nel 1934 del *Securities Exchange Act*, si sono affermati i principi della trasparenza e della informazione, come presupposto essenziale dell'efficienza del mercato.

Questa tutela, attuata attraverso organi di controllo pubblici, rappresenta una svolta fondamentale anche nel modo di concepire l'intervento dello Stato a protezione del mercato.

La disciplina pubblica dell'economia è stata dominata, in Italia, in questo secolo, da un lato, da leggi che prevedono poteri statali conformativi, direttivi, pianificatori e, dall'altro, da un intervento diretto dello Stato nel finanziamento e nella gestione di interi settori economici.

A questa filosofia si era ispirata, ad esempio, la legge bancaria, varata negli anni '30, che, al fine di garantire la stabilità degli intermediari bancari, sottoponeva questi ultimi al controllo e alla direzione della Banca d'Italia.

Completamente diverso è, invece, l'intervento pubblico statuito dalla legge 216, in cui il concetto di Stato guida dell'economia è sostituito da quello di Stato regolatore del mercato.

In tal senso non si vuole garantire la bontà di un investimento indirizzando i vari operatori, ma assicurare che le contrattazioni si svolgano in un mercato trasparente, in cui ogni investitore abbia la possibilità di compiere scelte consapevoli.

La Consob non ha, quindi, fra i suoi compiti istituzionali il potere di imporre una politica degli investimenti finanziari, ma ha il dovere di garantire che la domanda di risparmio proveniente dalle imprese e dagli altri operatori economici si rivolga agli offerenti di risparmio, in primo luogo alle famiglie, in forma chiara ed esauriente.

In questo contesto si svolge anche la tutela dell'investitore finanziario in occasione del collocamento di valori mobiliari. Il bisogno di protezione (*Need for protection* secondo la terminologia anglosassone) del risparmiatore nasce quando egli è escluso dalla possibilità di partecipazione alla definizione dei contenuti dell'offerta ed è chiamato soltanto alla scelta tra l'aderire o non aderire all'offerta stessa.

Ciò accade quando, secondo il nostro ordinamento, i valori mobiliari sono offerti attraverso una sollecitazione del pubblico risparmio.

In questi casi è fatto obbligo al soggetto sollecitante di dare informazione preventiva alla Consob dell'operazione progettata e di pubblicare un prospetto informativo contenente i dati relativi all'organizzazione e alla situazione economica del proponente e le informazioni essenziali sul tipo di operazione proposta.

La pubblicazione del prospetto avviene, nella prassi attuale, mediante deposito presso l'Archivio - Prospetti della Consob; inoltre la Commissione ha imposto che un avviso del deposito, contenente i dati essenziali del prospetto, sia pubblicato su due giornali a tiratura nazionale.

La inosservanza delle prescrizioni in materia può comportare il divieto, da parte dell'organo di controllo, dell'esecuzione dell'operazione e l'applicabilità, nei confronti dei soggetti responsabili, della sanzione penale, proporzionale all'entità dell'operazione, prevista dall'ultimo comma dell'art. 18, legge 216/74.

Diventa quindi di assoluta importanza, per comprendere i precisi confini della fattispecie e, di conseguenza, i possibili illeciti posti in essere attraverso articoli di giornali, distinguere le sollecitazioni dirette al pubblico dal collocamento privato di titoli di nuova emissione, per stabilire a quali casi si applichino le norme previste dalla legge 216.

La nozione di sollecitazione al pubblico risparmio è data dal comma primo dell'art. 18-ter della legge n. 216 e si presenta come un *genus* comprendente varie *species*, la più comune delle quali è l'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione.

L'offerta pubblica è nozione già presente nel linguaggio giuridico italiano, sia dottrinale che legislativo. La richiama l'art. 1336 cod. civ. del 1942, che, tuttavia, non specifica cosa debba intendersi per questa forma di offerta.

Il problema affrontato dalla norma codicistica, infatti, è quello di statuire l'idoneità di tale strumento alla conclusione di un contratto, alla stessa stregua di quello che avviene con una offerta a persona determinata. A tale fine la norma stabilisce che l'offerta al pubblico, contenente « gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta », vale come proposta contrattuale.

Ha giustamente rilevato Enzo ROPPO (*Offerta al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, in *Giur. it.*, 1983, IV, c. 203) che da questa formulazione normativa « può desumersi, a contrario, che offerta al pubblico è anche quella che non contenga gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta: in tal caso essa non varrà come proposta, ma sa-

rà nondimeno soggetta al regime (agli oneri, ai vincoli) di cui al nuovo testo dell'art. 18 ».

Il *genus* sollecitazione del pubblico risparmio era, al contrario, nozione del tutto sconosciuta al nostro linguaggio legislativo prima dell'avvento della legge n. 77 del 1983 che ha innovato la legge n. 216 del 1974. Ritornando alle parole usate dal legislatore, essa comprende pubblici annunci di emissione, collocamenti a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere, annunci pubblicitari tendenti ad offrire informazioni o consigli circa valori mobiliari non emessi o non oggetto di prospetto informativo.

Per precisare la differenza tra sollecitazione del pubblico risparmio e collocamento privato occorre in particolar modo rifarsi alla *ratio* della normativa e al modello giuridico a cui il nostro legislatore si è ispirato.

Abbiamo già visto come la norma abbia a proprio fondamento il bisogno di protezione del contraente debole e che, quindi, tenda a proteggere il risparmiatore ogni qualvolta esso non sia in una posizione che gli consenta una conoscenza sufficiente dell'operazione proposta.

Sappiamo altresì, dai lavori preparatori e dagli scritti dei giuristi che più hanno partecipato all'elaborazione e all'interpretazione della normativa, che gli artt. 18 ss. della legge 216 sono stati redatti tenendo a modello la giurisprudenza e la dottrina statunitense.

In tale ordinamento l'elemento caratterizzante la sollecitazione del pubblico risparmio non è dato dal numero di persone cui l'offerta è rivolta; ciò che rileva è che la proposta d'investimento sia rivolta, attraverso comunicazioni standardizzate, a destinatari considerati in quanto appartenenti ad un gruppo, senza dar luogo alla possibilità di una trattativa individuale.

Ispirato ai medesimi principi è ormai il pensiero elaborato nel nostro paese dalla dottrina dominante confortata, altresì, dall'orientamento espresso in materia dalla giurisprudenza.

Un controllo ancor più stringente è previsto poi dall'art. 18-ter e dal regolamento emanato dalla Consob in esecuzione di quanto disposto da tale norma, con delibera n. 85/1739, concernente « le sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento ».

La maggiore tutela accordata al risparmiatore sollecitato « a domicilio » trova una *ratio* evidente nella constatazione che, in questa particolare forma di sollecitazione, l'investitore è più bisognoso di protezione in quanto più facilmente può essere spinto ad accordare, in conseguenza di pressioni psicologiche o emotive, il proprio consenso all'operazione finanziaria propostagli, in assenza di una precisa consapevolezza e matura riflessione sul contenuto dell'offerta. A volte, vorremmo aggiungere, senza avere in precedenza meditato sulla opportunità stessa di impiegare il proprio danaro in un investimento finanziario.

2.2. OFFERTA DI VALORI MOBILIARI ATTRAVERSO ARTICOLI DI GIORNALE.

Nei confronti di tale panorama normativo è evidente che il ruolo svolto dai giornalisti finanziari è in genere fondamentale per la diffusione ed elaborazione delle informazioni al mercato. Infatti, la massa di informazioni raccolte nel prospetto spesso non è di facile lettura da parte del risparmiatore, che in genere entra in possesso del prospetto stesso solo poco prima di concludere l'investimento.

In questo quadro riveste importanza fondamentale l'opera del giornalista finanziario che riconnette le varie informazioni disponibili sull'operazione proposta, le compara con quelle disponibili per altre operazioni analoghe e fornisce al lettore-risparmiatore un quadro completo e sintetico delle possibilità di investimento proposte sul mercato.

A volte, al contrario, il giornalista finanziario può diventare strumento, volente o nolente, di possibili violazioni della normativa in questione.

Si sono verificati casi, ad esempio, in cui si sono lanciate offerte pubbliche d'acquisto, senza aver adempiuto alla comunicazione alla Consob e alla pubblicazione del prospetto informativo, utilizzando la pubblicazione di articoli sulle pagine finanziarie dei giornali.

In sostanza il meccanismo realizzato era il seguente: il soggetto che voleva lanciare un'OPA, senza sottoporsi agli adempimenti previsti dalla legge, faceva circolare, presso le redazioni dei giornali, l'informazione, o addirittura un comunicato stampa, concernente l'intenzione di acquistare dal pubblico un certo quantitativo azionario ad un certo prezzo. I giornali, a loro volta, pubblicano la notizia, diventando il veicolo attraverso il quale viene effettuata la sollecitazione abusiva.

In questi casi la notizia dell'offerta contiene dati precisi e dettagliati, compreso a volte il nome dell'intermediario incaricato della raccolta delle adesioni.

Così facendo il soggetto che vuole porre in essere l'offerta abusiva può sperare che l'organo di controllo e la magistratura non riescano ad imputare a lui l'attività sollecitatoria. È infatti probabile che si riesca a dimostrare la paternità della notizia solo ad operazione conclusa, in un momento in cui diventa inefficace la possibilità della Consob di vietare la prosecuzione dell'operazione.

A tale riguardo occorre segnalare come la sanzione penale (« l'amenda da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione ») prescritta per la sollecitazione abusiva del pubblico risparmio non sia stata finora mai comminata nei confronti di alcuno², così che il mag-

² La difficoltà di applicazione della sanzione penale risiede innanzitutto nel fatto che la norma non stabilisce specificamente l'entità della sanzione pecuniaria, ma la commisura in relazione ad una frazione (da un quarto

alla metà) del « valore totale dell'operazione ». Allo stato attuale nessun contributo rilevante è stato fornito dalla giurisprudenza e dalla dottrina per definire l'ambito di tale concetto (cfr. A. CRESPI, *La normativa pena-*

gior timore di chi operava sollecitazioni abusive è stato in questi anni il poter essere oggetto di un provvedimento di divieto da parte della Consob, il quale, oltre ad impedire la prosecuzione dell'operazione³, ha assunto il significato di « messa all'indice » nei confronti dell'operatore non corretto.

La possibilità quindi di rendere all'organo di controllo più difficile accertare la responsabilità della sollecitazione, e cioè la responsabilità di aver indotto gli organi di informazione a pubblicizzare l'offerta al pubblico, può rappresentare la certezza della impunità. E questo a prescindere dal problema del segreto professionale del giornalista, problema del quale ci occuperemo più avanti.

A volte tale sotterfugio avvantaggia chi lo pone in essere più di quanto ci si potrebbe aspettare: si è verificato, infatti, il caso in cui ad una offerta pubblica d'acquisto lanciata nel modo sopra descritto se ne è affiancata, successivamente e in concorrenza, un'altra, la quale tuttavia è stata pubblicizzata attraverso un annuncio a pagamento sul giornale (quindi direttamente imputabile all'offerente). Nessuna delle due offerte era stata oggetto dei prescritti adempimenti e tuttavia l'organo di controllo ha potuto raccogliere in tempo elementi di prova soltanto per vietare la seconda che, paradossalmente, era quella più favorevole per gli investitori. Il primo offerente ha così potuto godere della impunità e nel contempo vedere bloccata l'operazione concorrente.

Sempre riguardo alle offerte pubbliche d'acquisto si devono al contrario ritenere lecite le difese poste in essere dalla società oggetto di scalata consistenti nel disvelare attraverso i mezzi di informazione la presenza di un tale progetto al fine di far aumentare i prezzi dei titoli stessi.

In tal caso, infatti, non si fa altro che rendere pubblica una attività illecita, se condotta attraverso sollecitazioni del pubblico risparmio senza comunicazione e prospetto informativo, o lecita, se condotta attraverso l'acquisto in borsa dei titoli, senza per altro offrire una diversa operazione finanziaria.

Contraria all'art. 18, legge n. 216/1974, è poi quell'attività di pubblicizzazione di servizi finanziari (di norma fondi comuni e gestioni

le nella legge istitutiva della Consob e il ruolo della giurisprudenza fra decisioni sbagliate e pronunzie mancate, in AA.Vv., Consob, l'istituzione e la legge penale, Milano, 1987, p. 78). Sono infatti ipotizzabili diverse soluzioni a seconda che si faccia riferimento alle delibere societarie approvative dell'operazione od alle somme effettivamente raccolte. Tale incertezza interpretativa getta sulla norma in questione il sospetto di illegittimità costituzionale, posto che « il rispetto del principio di legalità esige non solo che per ogni tipo di reato sia legislativamente predeterminata la relativa sanzione, ma anche che questa sia prevista in forma non generica e sia articolata entro limiti e massimi ragionevoli: da qui

l'illegittimità costituzionale di ogni pena indeterminata » (così FIANDACA e MUSCO, *Diritto penale*, Bologna, 1985, pp. 23-24). Ove poi si aggiunga che il reato è stato considerato come a comportamento omissivo (mancata comunicazione alla Consob) e quindi di competenza territoriale della già per altro intasata Pretura di Roma e che è stato ricompreso nelle due recenti amnistie risulta chiaro come, a fronte di una densa mole di denunce, siano assenti sentenze di condanna per tale reato.

³ La inosservanza di tale divieto è infatti passibile, ai sensi dell'art. 1/3 della legge n. 216/1974, di arresto fino a tre mesi o di ammenda da L. 2 milioni a L. 40 milioni.

fiduciarie) non oggetto di prospetto depositato⁴ attraverso normali articoli giornalistici che ne vantano l'efficacia e la sicurezza. Si riscontrano al riguardo vere e proprie rubriche su giornali specializzati, che periodicamente incensano questo o quel gestore invogliando il pubblico a servirsi dei prodotti finanziari da tale soggetto approntati. Nei casi in cui il servizio finanziario non sia stato oggetto di apposito prospetto l'attività di pubblicizzazione è da considerarsi illecita e, tuttavia, si è di fronte a difficoltà ancora maggiori di accertamento, soprattutto in considerazione del fatto che spesso il giornalista ha concordato il proprio intervento con l'offerente del prodotto⁵.

Un'altra metodologia spesso usata per cercare di aggirare la normativa in questione consiste nel collocare una nuova emissione di valori mobiliari ad investitori istituzionali (fondi comuni, banche, commissionarie e quant'altro), pubblicizzando attraverso articoli di giornali la bontà del prodotto collocato e, di conseguenza, invogliando il pubblico a rivolgersi a tali intermediari per poter acquistare il nuovo valore emesso.

Quest'ultima fattispecie rappresenta il tentativo più sofisticato dal punto di vista giuridico di elusione della normativa in tema di *disclosure*. Infatti, si utilizza l'esenzione, da ultimo esplicitata nell'art. 3 delle disposizioni di carattere generale in materia di prospetti informativi adottate dalla Consob nel luglio 1989, della disciplina concernente le sollecitazioni del pubblico risparmio per le offerte indirizzate ad investitori istituzionali. Tale esenzione è facilmente motivabile per l'assenza nei confronti di tali soggetti di quel *need for protection* che sta alla base della disciplina in parola. Gli investitori istituzionali infatti, al contrario della massa dei risparmiatori, hanno la capacità e la forza contrattuale per poter valutare gli investimenti loro proposti, senza la necessità che gli sia fornita una serie di informazioni vagliate da un organo di controllo.

Il collocamento di nuovi valori mobiliari presso questi soggetti, esente da alcun dovere di trasparenza, può essere illecitamente utilizzato ove si accompagni con una campagna di stampa orchestrata dall'emittente, e spesso preventivamente concordata con gli investitori istituzionali coinvolti nell'operazione, capace di invogliare i risparmiatori all'acquisto di tali titoli sul mercato secondario.

La vendita da parte dell'investitore istituzionale al pubblico dei risparmiatori non rientrerebbe così nella fattispecie della sollecitazione

⁴ Al riguardo si deve rammentare che la Consob, sulla scorta di una quasi unanime dottrina e giurisprudenza, ha interpretato il concetto di valore mobiliare, ai sensi e per gli effetti della disciplina del pubblico risparmio, in senso quanto mai ampio, ricomprendendovi i servizi finanziari quali le gestioni di patrimoni mobiliari. Sul tema cfr. F. CARBONETTI, *Cosa è un valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1985, p. 280 ss.

⁵ Tali casi richiamano il tema della pubblicità redazionale (cfr. G. GHIDINI, *La con-*

correnza sleale, Torino, 1980, p. 158) e dei connessi problemi di prova dello specifico legame intercorrente tra articolista e imprenditore « committente ». Si segnala sul punto una recente pronuncia del Giurì di Autodisciplina pubblicitaria (n. 2/90 del 23 gennaio 1990 su questa *Rivista* 1990, p. ...) in cui si legge tra l'altro che i giornalisti « con la loro firma testimoniano la natura non pubblicitaria dei relativi articoli, correndo il rischio della riprovazione per il loro carattere sostanzialmente modesto ».

del pubblico risparmio poiché sarebbero i risparmiatori formalmente a richiedere l'acquisto dei titoli. Ovviamente la perseguibilità di tali comportamenti può avvenire solo ove si ricostruisca l'intreccio e la comune volontà dei soggetti interessati.

Ancora più difficilmente perseguibili sono quegli illeciti che si avvalgono della cooperazione di tre diversi fattori: l'articolo di giornale, la quotazione in un mercato non ufficiale e la compiacenza di qualche intermediario. È accaduto infatti che, per piazzare titoli di società a dir poco sconosciute, si sia ottenuta la pubblicazione di qualche articolo che tesse le lodi e giurasse sulle « magnifiche sorti e progressive » di un nuovo imprenditore, rendendo poi noto che le azioni di alcune sue società sono quotate al c.d. terzo mercato (ossia al mercato non ufficiale, che consiste solo nella rilevazione informale del prezzo da parte di qualche intermediario, anche se le quantità compravendute del titolo sono irrisorie) e che alcuni intermediari le trattano abitualmente. Si desterà così un interesse verso questi titoli, qualche giorno o settimana prima del tutto sconosciuti al mercato, che potranno così essere comodamente collocati nel portafoglio dei piccoli e sprovveduti risparmiatori⁶.

Casi del tutto opposti a quelli fin qui narrati, e tuttavia in qualche modo ad essi collegati, avvengono in occasione di offerte pubbliche di vendita aventi un forte *underpricing*. Nelle offerte pubbliche di vendita (OPV), ossia nel collocamento al pubblico di forti quantitativi di titoli provenienti o da una nuova emissione o da uno smobilizzo di un pacchetto azionario rilevante, infatti, il prezzo di offerta è in genere minore di quello della quotazione del momento, per consentire il pieno assorbimento dei titoli nel mercato. Dopo il collocamento, il prezzo si assesta su un valore in genere superiore a quello a cui è effettuato il collocamento e inferiore a quello della quotazione precedente. Se quindi il prezzo di offerta tende ad essere minore del prezzo della quotazione immediatamente successiva, per consentire il pieno collocamento dei titoli, la società emittente cercherà tuttavia di offrire il titolo ad un prezzo non molto distante da quello che successivamente sconterà in borsa. Vi sono casi, però in cui l'*underpricing* è particolarmente elevato e, quindi, si rivela particolarmente vantaggioso sottoscrivere i titoli offerti per poi rivenderli, pochi giorni dopo, ad un prezzo maggiore. In questi casi, non essendoci tutt'ora in Italia una norma di legge che regola il riparto dei titoli offerti in casi in cui si riscontri un numero di domande esuberanti⁷, è spesso avvenuto che coloro che sono riusciti ad accaparrare i titoli siano soggetti privilegiati quali amministratori della società, alti dirigenti dello Stato,

⁶ In un caso del genere i titoli sono stati venduti al pubblico fino a raggiungere prezzi totalmente sproporzionati: si sono registrati casi di capitalizzazione complessiva (il prezzo di mercato moltiplicato per il numero delle azioni) 10 volte superiori al

giro d'affari e 600 volte superiori agli utili.

⁷ Una tale disciplina è stata inserita nel disegno di legge sull'O.P.A., nel testo approvato dal Senato ed attualmente giacente alla Camera.

banchieri, politici e giornalisti⁸. Da questa constatazione nasce il sospetto che l'elevato *underpricing* di alcune operazioni sia funzionale più all'intenzione di agevolare, con una remunerazione occulta, alcuni soggetti che non ad assicurare il pieno collocamento dei titoli.

Sotto questo profilo è significativo che tra i soggetti beneficiari vi siano, secondo quanto denunciato da alcuni, anche giornalisti finanziari. Il silenzio di questi circa la poca limpidezza dell'operazione può far molto comodo agli amministratori della società, senza contare, inoltre, le prospettive di « buona stampa » per la società stessa.

2.3. ACCERTAMENTO DELL'ILLECITO, « VELINE » E SEGRETO DEL GIORNALISTA.

I casi menzionati di elusione della normativa in materia di sollecitazione del pubblico risparmio trovano, a nostro avviso, un fertile *humus* in alcune caratteristiche negative del giornalismo finanziario segnalate da diversi esperti della materia.

È noto l'uso frequentissimo delle « veline » nell'informazione finanziaria. « La velina, come si sa, è la notizia preconfezionata e precotta dall'azienda interessata »⁹. A prescindere dai toni dispregiativi usati da Pansa, autorevoli ricerche hanno dimostrato « che le imprese, le aziende di credito e le loro associazioni sono le fonti che maggiormente attuano una precisa politica del prodotto informazione economica, una politica che mira al miglioramento e alla tutela dell'immagine dell'impresa, e che si esplicita in una veicolazione oculata delle informazioni tramite la stampa e i *media* »¹⁰.

Le veline, quando recepite acriticamente nell'articolo senza neppure mutare gli aggettivi, permettono all'impresa di far pervenire il messaggio al pubblico sfruttando la negligenza del giornalista che manchi di condurre i dovuti approfondimenti.

Ma, oltre ai casi di semplice « colpa », meritano approfondimento le situazioni in cui lo schermo del giornalista è dolosamente preordinato a trasmettere il messaggio omettendo l'indicazione della fonte di provenienza. In questi casi entra in considerazione il rapporto tra la necessità di accertare il reato di abusiva sollecitazione del pubblico

⁸ Riguardo alla presenza di giornalisti tra i sottoscrittori di azioni in collocamenti particolarmente appetibili si veda la denuncia formulata da Elio Lannutti, presidente dell'ADUSBEF, associazione difesa utenti servizi bancari, riportata da « L'Espresso » del 21 ottobre 1990 a p. 41.

⁹ G. PANSA, *Carte false*, Milano, 1986, (Rist. 1988), p. 135.

¹⁰ « L'informazione economica in Ita-

lia », indagine predisposta dal CENSIS, in CNEL, *L'informazione economica in Italia: problemi e prospettive*, Roma, 1985, p. 128. Sul problema delle veline (il « fattore V » come le definisce Pansa) cfr. P. MANCINI, *Le imprese industriali nell'informazione giornalistica*, in *Problemi dell'informazione*, 1987, p. 47; C. SARTORI, intervento in CNEL, *L'informazione economica in Italia*, cit., p. 37.

risparmio (ma analogo discorso vale per la manipolazione di cui si tratterà nelle pagine successive) e l'ostacolo costituito dal segreto professionale del giornalista.

La rilevanza o meno davanti al giudice penale del segreto professionale del giornalista è stata oggetto di alterne vicende e di vivaci dibattiti vigenti il vecchio codice di procedura penale. Esula ovviamente dalla natura e dagli scopi del presente lavoro ricostruire tali vicende¹¹; occorre solo ricordare che il dibattito dottrinale e giurisprudenziale nasceva dal fatto che, mentre l'art. 2 della legge n. 69/1963 sancisce espressamente il dovere dei giornalisti di rispettare il segreto professionale sulla fonte delle notizie, quando ciò sia stato richiesto dal carattere fiduciario di esse, l'art. 351 del vecchio codice di procedura penale non contemplava per i giornalisti, al contrario di quanto accadeva per altre professioni, alcun diritto di astenersi dal dovere di testimoniare.

Il nuovo codice di procedura penale ha, al contrario, previsto la possibilità per i giornalisti, iscritti nell'albo professionale, di opporre il segreto d'ufficio relativamente ai nomi delle persone dalle quali i medesimi hanno avuto notizie di carattere fiduciario nell'esercizio della loro professione (art. 200, comma terzo, cod. proc. pen.). La nuova norma prevede tuttavia che « se le notizie sono indispensabili ai fini della prova del reato per cui si procede e la loro veridicità può essere accertata solo attraverso l'identificazione della fonte della notizia, il giudice ordina al giornalista di indicare la fonte delle sue informazioni ».

Esula inoltre dalla portata del presente studio una accurata disamina delle ragioni che militano a favore o contro l'opportunità che l'ordinamento preveda l'esistenza del segreto professionale per i giornalisti. Basta qui segnalare come, se per un verso il segreto giornalistico rende possibile una maggiore acquisizione di notizie, dall'altro confligge con la possibilità di rendere palese un controllo sulla attendibilità della notizia stessa e sull'aderenza di questa ai fatti reali. Si è in sostanza di fronte ad un particolare *jus tacendi loquendo*, la cui garanzia può non poco contrastare col diritto, speculare a quello di informazione, ad essere correttamente informati.

Dovremmo, al contrario, analizzare la portata della norma in esame in funzione della casistica analizzata dal presente lavoro.

Al riguardo, occorre innanzitutto rilevare come le norme sul segreto professionale del giornalista riguardino solamente la fonte di notizie di carattere fiduciario. Pertanto non potrà rientrare nell'ambito di tale segreto la provenienza di comunicati stampa o di informazioni rilasciate in maniera sistematica ad una pluralità indefinita di giornalisti. In questi casi quindi il giornalista potrà, anche su invito dell'Organo di controllo dei mercati finanziari, esplicitare la fonte da cui

¹¹ Per una esauriente ricostruzione di tali vicende vedi A. CRESPI, *Il segreto del giornalista nel processo penale*, in AA. Vv., *Il segreto*

nella realtà giuridica italiana, Padova, 1983, p. 545 ss. e M. PEDRAZZA GORLERO, *Giornalismo e Costituzione*, Padova, 1988, p. 96 ss.

ha tratto l'informazione e a maggior ragione, sarà obbligato a svelare tale fonte davanti al giudice penale¹².

Più problematico è invece il caso in cui l'articolo esponga notizie rivenienti da fonti fiduciarie. *Rebus sic stantibus*, in questo caso è certamente precluso al giornalista di comunicare alla Consob la fonte della notizia confidenziale a norma dell'art. 2 della legge 65/63, il che precluderà all'Organo di controllo una rapida indagine amministrativa finalizzata all'adozione dei provvedimenti di propria competenza. La fonte dovrà essere probabilmente esplicitata dal giornalista nel processo penale ove la notizia sia indispensabile ai fini della prova del reato e la sua veridicità possa essere accertata solo attraverso l'identificazione della fonte stessa. Al riguardo, occorrerà tuttavia verificare l'interpretazione che la giurisprudenza avvalorerà del citato comma terzo dell'art. 200 cod. proc. pen., e in particolare se l'obbligo di testimonianza sarà valutato esistente nei casi in cui non è tanto, o non soltanto, la veridicità della notizia ad essere indispensabile alla prova del reato, ma è la possibilità stessa di imputare l'informazione alla fonte da cui il giornalista ha attinto a permettere l'individuazione della fattispecie di reato. In altri termini, ciò che rileva per la repressione dei reati finanziari del giornalista è sovente la possibilità di individuare la fonte della notizia, al fine di provare il collegamento tra l'informazione stessa e il soggetto interessato alla diffusione del messaggio. Ma, anche sperando che l'interpretazione giurisprudenziale sia nel senso di limitare l'astensione dal testimoniare, non può non rilevarsi come la disciplina del segreto professionale del giornalista sia di ostacolo alla repressione del reato di sollecitazione abusiva del pubblico risparmio o degli altri illeciti in tema di mercato mobiliare trattati nel presente lavoro.

Come è stato osservato « la strumentalizzazione delle notizie, attraverso il dosaggio sofisticato delle fughe e delle indiscrezioni, è diventato uno dei comportamenti più abusati da parte di uffici stampa di enti, aziende, partiti e così via. In parallelo con la crescita industriale del paese, il mondo della stampa economica è diventato un terreno di scontro fra i diversi e contrapposti centri del potere economico politico »¹³. Il segreto professionale del giornalista sembra spesso rappresentare lo schermo, come dimostreremo anche in seguito, dietro cui si nascondono i vari attori di tale scontro.

¹² Si rammenti che a norma del comma 2 dell'art. 200 del cod. proc. pen., il giudice, se ha motivo di dubitare che la dichiarazione di segreto professionale resa per esimersi dal

menti necessari e, se risulta infondata, ordina che il teste deponga.

¹³ M. RIVA, *Come giudicare i giornalisti*, in *Problemi dell'informazione*, 1978, p. 395.

3. MANIPOLAZIONE DEL MERCATO.

3.1. LA MANIPOLAZIONE IN GENERALE.

Per manipolazione del mercato dei valori mobiliari si intende il fatto di colui che invia al mercato dei segnali falsi affinché quest'ultimo non si muova secondo il libero gioco della domanda e dell'offerta e prenda bensì una direzione distorta in ragione del falso segnale.

Abbiamo usato una terminologia volutamente generica perché preferiamo, nel descrivere in prima approssimazione l'oggetto del presente paragrafo, focalizzare l'attenzione sul bene giuridico meritevole di tutela (il libero gioco del mercato) piuttosto che sui comportamenti concreti attraverso i quali realizzare la manipolazione. Giova infatti sottolineare ancora l'importanza per l'ordinamento di un mercato efficiente nel quale venga realizzata la migliore allocazione delle risorse; il che impone una situazione nella quale l'investitore effettui le proprie decisioni sulla base di notizie fondate senza subire l'influenza di informazioni false.

Venendo ai comportamenti concreti attraverso i quali si realizza la manipolazione, questi possono essere ricondotti sostanzialmente a due generi:

a) la divulgazione di notizie false atte ad indurre gli operatori a determinate operazioni che cagionano una variazione dei prezzi dei titoli;

b) l'effettuazione di una o più operazioni fra loro correlate con lo scopo di creare l'apparenza di un movimento nel mercato del titolo oggetto dell'operazione.

Nel primo genere rientra la divulgazione a mezzo stampa o attraverso altri canali di comunicazione di massa di notizie false, esagerate o tendenziose, ma anche la diffusione dolosa in ambienti finanziari di « voci » atte a provocare una variazione dei prezzi. Nel secondo genere rientrano una serie di pratiche utilizzate (generalmente da intermediari o da operatori professionali, ma non disdegnate neppure dalle società emittenti) per far sì che il mercato abbia un andamento artificialmente deviato¹⁴.

¹⁴ Ricorrendo all'esperienza statunitense possono enumerarsi a titolo esemplificativo le seguenti pratiche manipolative: le *wash sales*, cioè le vendite a un fiduciario che non comportano un reale trasferimento della proprietà, ma nondimeno appaiono all'esterno come un'effettiva transazione con conseguente movimento di prezzi; i *matched orders*, cioè il contemporaneo ordine di acquisto e di vendita della medesima quantità di titoli allo scopo di creare l'apparenza di un'attività di scambio; il *marking the close*, cioè l'acquisto o la vendita in chiusura della giornata borsistica per fare apparire sui listini pubblicati dai giornali una determinata tendenza della

quotazione del titolo al fine di effettuare all'inizio della giornata borsistica successiva un'operazione di segno opposto; gli *hype and dump schemes* attraverso i quali vengono vendute azioni di società di scarso valore accompagnando campagne promozionali false e tendenziose con un'artificiosa restrizione della quantità di titoli offerta, tale da provocare un aumento del prezzo che una volta « gonfiato » a sufficienza permette ai manipolatori di vendere tutto e lasciare che il prezzo di quel titolo collassi (schema, quest'ultimo, che ricorda talune vicende del c.d. « terzo mercato » italiano). Nell'ordinamento americano la manipolazione è colpita dalla sez. 9 e 10 del

Si tratta, a ben vedere, di comportamenti assai diversi tra loro. Da un lato si ha una manipolazione per così dire « rumorosa », in cui la pubblicazione della notizia provoca la reazione del mercato. Con la manipolazione « silenziosa », dall'altro lato, il mercato viene influenzato con operazioni contrattuali che realizzano esse stesse lo spostamento (artificiale) dei prezzi e/o delle quantità scambiate.

Tuttavia, per quanto i comportamenti concreti siano notevolmente distinti, entrambi realizzano il medesimo effetto: attraverso le false segnalazioni il manipolatore realizza un profitto che il libero gioco del mercato non gli avrebbe consentito. In entrambi i casi il corso dei titoli ha, per effetto della falsa segnalazione, un movimento anomalo e il prezzo del titolo, una volta appurata la falsità del segnale, tenderà a ritornare al livello precedente alla manipolazione. Ciò distingue — come meglio si vedrà in seguito — la manipolazione dall'*insider trading*, nel quale si ha uno sfruttamento di informazioni vere, ma non ancora pubbliche, tant'è che il prezzo, una volta divulgata l'informazione riservata, si stabilizza al livello dove lo porta la notizia stessa.

In un discorso su informazione giornalistica e tutela del mercato mobiliare, è naturale che tralascieremo i comportamenti indicati sopra — *sub b*) — per incentrare l'attenzione sui fenomeni di cui al punto *a*) e in particolare sull'uso dei *media* per la divulgazione di notizie manipolative.

Va avvertito, tuttavia, che frequentemente un disegno manipolativo viene portato a compimento combinando diverse pratiche. Si ipotizzi l'esempio di un soggetto che piazzò un ordine di acquisto di un certo titolo a chiusura delle contrattazioni per fare apparire un più alto prezzo di listino e nel contempo faccia diffondere da un giornalista compiacente la falsa voce di un'OPA su quel titolo, voce suffragata proprio dal movimento manipolato del listino. Il giorno della pubblicazione della notizia i manipolatori potranno lucrare vendendo titoli a prezzi artificialmente alti.

3.2. MANIPOLAZIONE E AGGIOTAGGIO.

Mentre nei casi discussi nel par. 2 — nonostante le difficoltà interpretative e probatorie — vi è una normativa di riferimento costituita dagli artt. 18 ss. della legge 216/74, per quanto concerne la manipolazione dei corsi l'ordinamento giuridico nazionale presenta notevoli lacune.

Se infatti è vero che i codici penale e civile prevedono i reati di aggio-taggio comune e di aggio-taggio societario, è pure vero che — almeno nel campo dei valori mobiliari — non si registra in sessant'anni

Securities Exchange Act del 1934 e da numerose regole emanate dalla Securities and Exchange Commission (SEC) in attuazione ed integrazione del disposto legislativo. Cfr. per

un approccio istituzionale W. MC LUCAS-A. ANGOTTI, *Market manipulation*, in 22 Securities & Commodities Regulation, p. 103 (1989).

neppure una condanna, nonostante la frequenza con la quale i fenomeni manipolativi vengono lamentati come concausa di inefficienza della borsa italiana.

Le ragioni di tale *impasse* sono piuttosto semplici. Recita l'art. 501 cod. pen. (commi primo e secondo):

« Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci pubblica o altrimenti divulga notizie false esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa, o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da uno a cinquanta milioni di lire.

Se l'aumento o la diminuzione del prezzo delle merci o dei valori si verifica, le pene sono aumentate ».

Come si evince agevolmente dal testo letterale dell'articolo e come confermato dalla giurisprudenza, la norma richiede il dolo specifico, ossia che l'agente, oltre alla rappresentazione e volizione del fatto di pubblicare o comunque di divulgare notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero di adoperare altri artifici, abbia come fine quello di turbare il mercato interno dei valori o delle merci¹⁵.

A tale proposito, una consolidata posizione dottrinale afferma che il dolo specifico comporta un *quid pluris* rispetto a un dolo meramente generico; occorre cioè che il soggetto agente non solo abbia voluto il proprio comportamento con la consapevolezza degli eventuali possibili effetti, ma che abbia agito con l'intenzione di provocare la turbativa del mercato. Da ciò alcuni autori hanno tratto la convinzione che « proprio la previsione di un simile fine ha reso praticamente inefficace l'incriminazione, stante il fatto che l'agente ha tutt'altra finalità che quella di turbare il mercato interno, poiché ha, in generale, semplicemente uno scopo di lucro »¹⁶.

Un caso giurisprudenziale¹⁷ di una certa notorietà può spiegare la difficoltà di attuazione della norma. Un commentatore del mercato borsistico (si tratta di un personaggio che ha continuato la propria attività sino al giorno d'oggi, aggiungendo peraltro alla consueta *newsletter* destinata agli abbonati una rubrica in onda su emittenti televisive private) aveva invitato nell'« Osservatore di Borsa » — lettera circolare per abbonamento¹⁸ di un certo seguito tra gli investitori di

¹⁵ Cfr. Assise Roma 19 dicembre 1962, in *Giust. pen.*, 1964, II, c. 822 ss.; Pret. Torino 16 marzo 1974, in *Giust. pen.*, 1975, II, c. 246 ss.; Cass. 17 marzo 1966, in *Riv. pen.*, 1966, II, p. 1090.

¹⁶ Così N. MAZZACUVA, *Delitti contro l'economia pubblica, agiotaggio e libertà di manifestazioni del pensiero*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1975, p. 591; *contra*: F. LEMME,

Riflessioni sul bene giuridico tutelato nelle incriminazioni di agiotaggio, in *Cass. pen.*, 1987, p. 2273.

¹⁷ Assise Roma 19 dicembre 1962, cit.

¹⁸ Sul problema delle *newsletter* finanziarie negli USA cfr. Note, *The right to a free press and the regulation of securities newsletter: the controversy continues*, in 56 U. Cincinnati L.R., p. 1445 (1988).

borsa — a liquidare le proprie posizioni in titoli e a ritirare i depositi bancari. Si era nel giugno del 1962, agli esordi del centrosinistra, ed il commentatore in questione motivava il proprio invito sostenendo, in sostanza, che il nuovo corso politico avrebbe portato il capitalismo italiano sul punto di crollare.

Nei numeri successivi dell'« Osservatore di Borsa » veniva poi affermato che determinati titoli erano sopravvalutati in misura tale da consigliare vendite piuttosto congrue. O ancora veniva scritto: « La situazione borsistica ha raggiunto e superato il fronte di rottura. Possiamo dare per scontata una importante restrizione creditizia che orienterà le banche ad operare con maggiore cautela. Si avrà quindi una nuova restrizione del credito e delle nuove vendite, che colpiranno senza interruzione tutti coloro i quali hanno ancora dei titoli in posizione ».

Il processo si svolgeva con rito direttissimo trattandosi di reati commessi con il mezzo della stampa.

Per assolvere l'imputato con la formula « perché il fatto non costituisce reato » la Corte ha utilizzato due argomenti. In primo luogo ha ritenuto che le comunicazioni agli abbonati avessero natura di commento e di previsione (assoluta sfiducia politica nel centrosinistra da cui attendersi solo catastrofiche evoluzioni dell'economia) e non di notizie, cioè di informazioni obiettive su un fatto concreto¹⁹.

In secondo luogo ha rilevato che ben difficilmente un soggetto che trae profitto dagli abbonamenti ad una *newsletter* specializzata in materia di borsa agisce al fine di provocare un turbamento del mercato danneggiando così i risparmiatori propri clienti²⁰.

Il primo argomento in realtà testimonia solo che la configurazione del reato nel capo di imputazione non era adeguata: chi critica l'operato di un governo non commette, cioè, il reato di agiotaggio. È piuttosto da sottolineare, ai fini del presente lavoro, il secondo argomento, che spiega la difficoltà di rinvenire l'elemento soggettivo del dolo specifico richiesto dalla norma e indica perciò quanto limitato sia il suo ambito di applicazione.

Maggiore efficacia rispetto all'art. 501 cod. pen. nei confronti del fenomeno della manipolazione appare avere l'art. 2628 cod. civ., « Manovre fraudolente sui titoli della società », il quale stabilisce:

« Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a lire seicentomila ».

¹⁹ Per la distinzione tra « apprezzamento » e « notizia » cfr. già in precedenza Cass. 7 giugno 1933, in *Giust. pen.*, 1933, II, 880.

²⁰ Si consideri peraltro che nel caso giurisprudenziale descritto nel testo la comunicazione aveva, in effetti, portata generale e

interessava il mercato finanziario nel suo complesso. Ciò fa riflettere su quanto maggiori siano le difficoltà probatorie di un « intento turbativo » quando la manipolazione abbia ad oggetto singoli titoli.

Tale norma tuttavia — pur non richiedendo il dolo specifico (l'intento di turbare il mercato) — configura un reato « proprio » di taluni soggetti, lasciando privi di sanzione gli stessi comportamenti se posti in essere da persone che non siano amministratori, liquidatori o sindaci della società emittente o detentrici dei titoli.

Peraltro entrambe le norme, riguardo alla dizione « altri artifici » dell'art. 501 cod. pen. e a quella « altri mezzi fraudolenti » dell'art. 2628 cod. civ., hanno sollevato un problema interpretativo circa la riferibilità di tali espressioni esclusivamente a mezzi intrinsecamente illeciti ovvero anche a mezzi leciti di per sé, ma idonei a perseguire fini ingannatori²¹.

Se si eccettuano le questioni di legittimità costituzionale delle norme che sanzionano l'aggiotaggio — peraltro respinte in considerazione del fatto che la libertà di stampa trova un limite in un altro interesse costituzionale tutelato che è l'iniziativa economica²²—, la materia non risulta essere stata sottoposta in maniera significativa, ai fini del presente lavoro, al vaglio della giurisprudenza.

3.3. IL PROGETTO DI DISCIPLINA DELLA MANIPOLAZIONE.

La difficoltà di perseguire le manipolazioni del mercato attraverso i reati di cui all'art. 501 cod. pen. e all'art. 2628 cod. civ. spingono oggi il legislatore ad introdurre una nuova figura criminosa volta a reprimere i comportamenti in esame.

La Camera dei deputati ha infatti approvato il 23 maggio 1990 un disegno di legge intitolato « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa » il cui art. 4 recita:

« Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose, idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari, è punito, se il fatto non costituisce più grave reato, con la reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire 30 milioni.

Chiunque, avvalendosi della divulgazione di cui al comma primo, trae profitto dall'acquisto o dalla vendita, ovvero da altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari, è punito con la reclusione fino a un anno e con la multa da lire 10 milioni a lire 100 milioni ovvero fino al triplo del profitto realizzato. Si applicano le pene accessorie di cui agli artt. 28, 30, 32-bis, comma primo, e 32-ter cod. pen. per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni.

Chiunque, mediante operazioni simulate ovvero artifici provoca un aumento o una diminuzione sensibile al prezzo di un valore mobiliare ovvero l'apparenza di un mercato attivo su tale valore mobiliare, è punito con la reclusione fino ad un anno e con la multa da lire 10

²¹ Sul punto in senso restrittivo cfr. Cass. 7 giugno 1933, cit.

²² Corte Cost. 20 maggio 1976, n. 123, in *Foro it.*, 1976, I, 2080.

milioni a lire 100 milioni ovvero fino al triplo dell'eventuale profitto realizzato. Si applicano le pene accessorie di cui agli artt. 28, 30, 32-*bis*, comma primo, e 32-*ter* cod. pen. per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni.

Se i reati di cui ai commi precedenti sono commessi dagli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'art. 2359 cod. civ., dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di società che svolgono attività di intermediazione in valori mobiliari o da agenti di cambio, o da membri o dipendenti della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), ovvero dagli organi locali di borsa, ovvero se il reato è commesso a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa, la pena è raddoppiata ».

Il comma primo colpisce la divulgazione di notizie false senza richiedere altra prova che il fatto della divulgazione, la falsità della notizia, l'idoneità della notizia ad influenzare i corsi e il dolo generico, cioè la consapevolezza di divulgare notizie false.

Il comma secondo sanziona in misura più grave l'ipotesi in cui la divulgazione delle notizie viene utilizzata per trarre profitto dall'acquisto o dalla vendita dei titoli cui la notizia stessa si riferisce. Lungi dal richiedere il dolo specifico del turbamento del mercato, la norma proposta ritiene fine sufficientemente illecito la divulgazione di false informazioni a scopo di profitto.

Il comma terzo colpisce le ipotesi che abbiamo convenzionalmente indicato come manipolazioni « silenziose » (realizzate, cioè, senza divulgazione di notizie bensì con attività contrattuali), e per tale ragione è escluso da un'analisi approfondita in questa sede.

Il comma quarto, per quanto qui interessa maggiormente, prevede il raddoppio della pena quando il reato è commesso « a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa ».

3.4. CASI DI MANIPOLAZIONE A MEZZO STAMPA NEGLI STATI UNITI E IN ITALIA.

Tracciato il quadro normativo di riferimento, possono venire presentate talune fattispecie concrete di manipolazione realizzata attraverso l'informazione fornita dalla stampa.

Per consentire una ordinata lettura dei casi giova distinguere tra le ipotesi in cui l'informazione falsa, esagerata o tendenziosa viene fornita ai giornali dal soggetto interessato a manipolare il mercato e le ipotesi in cui la stessa viene inventata (o comunque non verificata quanto all'attendibilità) dallo stesso organo di informazione. Nelle prime, giornale e giornalista sono lo strumento attraverso il quale viene perpetrata la manipolazione, strumento generalmente incolpevole salvi i casi di negligenza professionale o addirittura di

concorso nelle manipolazioni quando vi sia consapevolezza dolosa²³. Nelle seconde la figura del manipolatore coincide con la persona del giornalista che direttamente trae profitto dalla diffusione della notizia falsa.

Convorrà iniziare l'esposizione con un caso paradigmatico portato all'attenzione delle corti federali americane la cui esperienza in materia di repressione degli illeciti nel campo dei valori mobiliari non trova paragoni in altri ordinamenti.

La sentenza cui si fa riferimento è *Zweig v. Hearst Corp.*²⁴, che ha deciso una causa promossa dagli azionisti di una società che aveva contrattato una fusione con altra società denominata « American System Inc. » (ASI). Il contratto di fusione prevedeva un rapporto di cambio basato sul prezzo di mercato delle azioni ASI alla chiusura di una determinata giornata borsistica. Gli amministratori della ASI, interessati a far salire il valore delle azioni della propria società per corrispondere meno azioni ai soci della società incorporanda, rilasciarono informazioni false o fuorvianti ad un certo Campbell, commentatore finanziario del « Los Angeles Herald Examiner » (editore la Hearst Corporation). Per « incentivare » Campbell a pubblicare tali informazioni gli venne data l'opportunità di acquistare azioni ASI direttamente da quest'ultima, ad un prezzo già inferiore a quello di mercato. Pochi giorni dopo tale acquisto, Campbell pubblicò un articolo che descriveva con particolare favore la situazione economica della ASI e che, di conseguenza, provocò un aumento delle quotazioni. A quel punto Campbell vendette le azioni ASI con notevole profitto. La ASI, dal canto suo, poté effettuare la fusione a condizioni particolarmente vantaggiose.

Al Campbell, in sostanza, venivano contestati due illeciti: 1) di aver scritto un articolo su un titolo senza aver reso pubblico il fatto di avere su quel titolo un particolare interesse; 2) di aver posto in essere una pratica di « scalping », cioè di falsa rappresentazione della situazione economica di un'impresa tesa a provocare un aumento delle quotazioni, considerata a tutti gli effetti manipolazione del mercato.

La Corte, nel decidere in senso favorevole agli attori, ha affermato — quanto al primo aspetto — che, sebbene in generale non vi sia un dovere dei giornalisti di rendere pubblici i propri interessi patrimoniali, tale dovere è riconoscibile laddove, conoscendo la probabile influenza sul mercato del proprio articolo e intendendo trarre profitto da tale influenza, il giornalista incoraggi l'acquisto di determinati titoli.

²³ Sotto il profilo della colpa non si può che rinnovare il biasimo dell'uso acritico da parte dei giornali delle « veline » e dei « comunicati stampa » diffusi dalle imprese, cfr. nota 10. Per quanto riguarda il dolo, è bene menzionare l'art. 3 del Regolamento n. 90-02 della Commission des operations de Bourse

francese, secondo il quale la diffusione consapevole di informazioni false, ingannevoli o imprecise è parificata alla comunicazione delle stesse da parte della fonte e costituisce pertanto attentato alla buona informazione del pubblico (cfr. *Journal officiel du 20 juillet 1990*).

²⁴ 594 F. 2d 1261 (9 cir.-1979).

Quanto al secondo aspetto, l'uso delle pagine di un giornale come elemento di un disegno manipolativo finalizzato a trarre in inganno gli investitori ha costituito, secondo la Corte, violazione diretta delle norme antirifrode delle *securities laws*.

Nell'impossibilità di fare ricorso a fatti accertati in vicende giudiziarie, la situazione italiana^{24-bis} può essere descritta solo evocando circostanze che chi scrive presume elementi di disegni manipolativi, le quali tuttavia, non potendo essere provate in un contesto processuale, impongono di tenere anonimi i protagonisti.

Anche in Italia il prezzo di borsa costituisce il termine di riferimento di talune operazioni societarie, sebbene raramente potrebbe presentarsi una situazione analoga a quella del caso *Zweig*, in cui la quotazione sia determinante per stabilire il rapporto di cambio di una fusione. Data, infatti, la scarsa significatività ed efficienza del mercato italiano, le società preferiscono utilizzare metodi di valutazione basati sul patrimonio o sul reddito piuttosto che procedere ad una mera comparazione dei valori di borsa. Tuttavia il prezzo di mercato mantiene in molti casi la sua importanza, in taluni casi addirittura stabilita dalla legge: si pensi alla norma (art. 2437 cod. civ.) che impone di corrispondere al socio recedente una somma commisurata alla media dei prezzi di borsa nell'ultimo semestre, ovvero al comma sesto dell'art. 2441 cod. civ. che obbliga la società a tenere conto del mercato nel determinare il prezzo di emissione nel caso di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Se il recesso è istituito di rara applicazione, gli aumenti di capitale, con esclusione del diritto di opzione, sono frequenti. Comunque, al di là degli aumenti di capitale, qualsiasi offerta pubblica avente ad oggetto titoli quotati non può prescindere, nella determinazione del prezzo di emissione, dal valore di mercato. L'imminenza di un'offerta pubblica può allora rappresentare una buona occasione per spingere artificialmente in alto il prezzo di borsa.

Tutt'altro che teorica pare dunque l'eventualità che, nei mesi precedenti l'operazione, la stampa presenti nella maniera più rosea possibile le prospettive economiche della società che si accinge a collocare tra il pubblico pacchetti rilevanti di azioni (né peraltro può escludersi che nello stesso periodo vengano poste in essere pratiche di ma-

^{24-bis} Il fenomeno della manipolazione non è affatto una novità nel mercato finanziario italiano. Si legga la nota 3 a p. 27 dell'articolo di Vittorio Foa, pubblicato sotto lo pseudonimo « Emiliano » nel Quaderno 10 di Giustizia e Libertà del Febbraio 1934, dal titolo *Genesis e natura delle corporazioni fasciste*: « Di recente il sen. Agnelli, presidente della Fiat, fece pubblicare su vari giornali una notizia in forma ufficiosa annunciante che il titolo *Fiat* avrebbe distribuito agli azionisti un dividendo di 16 lire. L'azione che va-

leva 230 lire salì in breve a L. 260. Allora uscì sul Bollettino di informazioni economiche, e fu riprodotto dai principali quotidiani, un comunicato di smentita con la previsione di un dividendo non superiore a 10 lire. Il valore del titolo ridiscese precipitosamente a circa 220 lire. È difficile immaginare un caso più tipico di aggiottaggio; ai sensi dell'art. 501 del cod. pen. gli amministratori della Fiat avrebbero dovuto soggiacere a pene di vari anni di reclusione ed a multe colossali ».

nipolazione del genere che abbiamo definito « silenziosa »). Né dovrebbe pertanto stupire che alcuni massimi storici delle quotazioni siano stati raggiunti proprio nell'imminenza di un'offerta pubblica.

Talvolta la quotazione di borsa può costituire un parametro di riferimento per il corrispettivo della vendita di un pacchetto di maggioranza. Le parti stabiliscono ad esempio che la vendita sia effettuata ai valori di mercato del giorno X maggiorati del 20%. È naturalmente interesse della parte venditrice — soprattutto quando l'acquirente sia straniero e si fidi dell'efficienza del mercato italiano — porre in essere qualche pratica manipolativa nelle settimane precedenti la conclusione dell'affare.

Non è così strano che in certi casi prima del passaggio del controllo della società vengano diffuse false voci circa possibili offerte pubbliche di acquisto oppure appaiano sui giornali notizie infondate concernenti programmi di espansione imprenditoriale da realizzarsi anche mediante acquisizioni. Nella realtà, invece, la società passa di mano attraverso una transazione privata senza possibilità per i piccoli azionisti di lucrare il vantaggio di un'OPA, ovvero la società che si presumeva in procinto di espandersi mediante acquisizioni è in effetti oggetto di acquisizione. Le false voci contrarie, diffuse ad arte, avevano il solo scopo di far lievitare i prezzi di borsa come riferimento della transazione veramente effettuata.

Se gli esempi finora presentati configurano ipotesi di manipolazioni al rialzo, non mancano i casi di manipolazioni al ribasso. A parte il caso, più che altro di scuola, di ribasso volto a tamponare gli esborsi dovuti all'esercizio del diritto di recesso, vi sono situazioni più frequenti in cui un soggetto ha un immediato interesse a mantenere basse le quotazioni per un certo periodo.

Si pensi alla società che abbia deliberato un'operazione di riacquisto delle proprie azioni (*buy-back*) da eseguirsi in diverse *tranches*. Pochi giorni prima dell'esecuzione di una di queste, i dirigenti della società annunciano pubblicamente che sono in arrivo periodi bui per il settore merceologico in cui la società opera. La risposta del mercato segue immediata con un sensibile ribasso del titolo. Qualche giorno dopo il *buy-back* viene effettuato a prezzi particolarmente convenienti.

Si noti peraltro che in casi del genere non vengono solitamente diffuse notizie false, potendo essere condivise da molti esperti (e spesso confermate dall'andamento dei corsi nei mesi successivi) le valutazioni negative circa l'andamento congiunturale. Lasciano di contro qualche sospetto la tempistica e il clamore con cui vengono date dagli stessi *insiders* della società notizie negative.

Sempre tra i casi di manipolazione al ribasso può essere menzionata quella effettuata ai danni di un concorrente. Un esempio del genere — seppure inquadrato in una vicenda anomala dai complessi risvolti politici — è descritto da Giampaolo PANSA (*L'Intrigo*, Milano, 1990, pp. 1459-161) con riguardo alla vendita massiccia, da parte di soggetti concorrenti, di titoli di un gruppo imprenditoriale

accompagnata dalla comparsa sui giornali di notizie (poi rivelatesi tendenziose) concernenti pretese disavventure del gruppo in questione con il governo americano.

Passiamo ora dalle ipotesi di manipolazione « rumorosa » provocata dall'emittente o da altro soggetto interessato, a quelle di manipolazione direttamente imputabili al giornalista.

Vi sono periodi in cui le notizie finanziarie sono scarse: mercato stanco, niente acquisizioni, fusioni o battaglie per il controllo, andamento economico stabile e così via. Nondimeno il giornale va riempito anche in periodi del genere e a tal fine qualcuno può commettere il peccato veniale di gonfiare una notizia o addirittura di inventarne qualcuna di sana pianta. Le notizie false o esagerate esistono da quando è nata l'informazione a mezzo stampa e sarebbe ingenuo in questa sede proporre interventi moralizzatori di carattere generale. Si vuole tuttavia porre un'enfasi particolare sui casi in cui alla diffusione della notizia falsa o esagerata si aggiunge lo sfruttamento della stessa sul mercato borsistico da parte del giornalista. In questi casi, accanto alla lesione del diritto ad un'informazione corretta²⁵, vi è il danno provocato agli investitori per l'artificiale distorsione dell'andamento del mercato.

Sul piano dei fatti giova notare che tali manipolazioni vengono effettuate da più giornalisti di diversi giornali in concorso tra loro. Laddove infatti una notizia venga diffusa da più organi di informazione — dando l'impressione di una verifica della stessa operata da più soggetti — avrà un impatto sul mercato più sensibile di una notizia riportata da una sola fonte.

Quanto al tipo di notizie inventate, chi non lavora molto di fantasia si limita ad annunciare operazioni di aumento di capitale o ad anticipare rapporti di cambio in operazioni di fusione.

Sono stati registrati, per effetto di false notizie e prima che giungesse la smentita ufficiale, aumenti del prezzo di borsa fino al 30% in tre giorni di negoziazione.

Quanto poi i giornalisti manipolatori abbiano guadagnato da tali comportamenti non è possibile calcolare fintantoché una legge non sanzioni penalmente simili pratiche e di conseguenza un tribunale possa compiere accertamenti in tale materia aventi effetti di cosa giudicata.

A parziale rimedio contro questa diffusione di notizie false deve ricordarsi che la Consob ha raccomandato (comunicazione n. 88/10375 del 31 marzo 1988) alle società quotate in borsa o al mercato ristretto di fornire alla Consob stessa e agli organi locali di borsa, e contestualmente alla stampa, adeguati chiarimenti nei casi in cui risultano circolare fra il pubblico notizie frammentarie o inesatte, che possano indurre in errore su fatti e circostanze essenziali.

²⁵ Sul diritto all'informazione si veda la *monografia di V. CUFFARO, Profili civilistici del diritto all'informazione*, Napoli, 1986.

4. INSIDER TRADING.

4.1. LA DIRETTIVA CEE E IL DISEGNO DI LEGGE ITALIANO.

Al lettore è ben noto il dibattito circa l'opportunità di sanzionare il compimento di operazioni in valori mobiliari sulla base di notizie riservate.

Ordinamenti giuridici particolarmente attenti alla disciplina dei mercati mobiliari da diversi anni prevedono norme di natura anche penale tese a reprimere il fenomeno.

Spinta da tali precedenti anche la Comunità Europea ha ritenuto che il corretto sviluppo di un mercato europeo dei capitali necessitasse di un'armonizzazione normativa in tema di *insider trading*. In data 13 novembre 1989 ha pertanto emanato una direttiva (n. 89/592) che impone agli Stati membri di vietare alle persone che dispongano di una informazione privilegiata a motivo della loro qualità di membri degli organi societari, a motivo della loro partecipazione nel capitale dell'emittente, a motivo del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni, di acquisire o di cedere, direttamente o indirettamente, i valori mobiliari dell'emittente o degli emittenti interessati da questa informazione privilegiata. È imposto altresì agli Stati di vietare la comunicazione della notizia, se non nell'ambito del normale esercizio di un lavoro, professione o funzione, nonché la raccomandazione a un terzo di acquistare o cedere valori mobiliari. I divieti sono estesi a persone, diverse da quelle indicate sopra, che siano in possesso di informazioni privilegiate, l'origine diretta o indiretta delle quali potrebbe essere soltanto una di quelle persone (amministratori, azionisti, consulenti, ecc.) cui la norma è primariamente destinata.

Gli Stati membri hanno tempo sino al 1° giugno 1992 per ottemperare all'obbligo comunitario.

L'Italia potrebbe una volta tanto rispettare i termini comunitari visto che — come già accennato trattando di manipolazione — la Camera dei deputati ha approvato il 23 maggio 1990 un disegno di legge recante « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa ».

Il d.d.l. mira a colpire penalmente l'acquisto, la vendita e il compimento di altre operazioni su valori mobiliari da parte di colui che possieda informazioni riservate ottenute in virtù delle partecipazioni al capitale delle società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, professione o ufficio.

Per informazione riservata si intende quella specifica, di contenuto determinato, concernente uno o più emittenti dei valori mobiliari che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori stessi. Il d.d.l. vieta inoltre la comunicazione a terzi delle notizie riservate senza giustificato motivo, o il consigliare a terzi, sulla base di dette notizie, il compimento di operazioni. I divieti

sono peraltro estesi a coloro che abbiano ottenuto informazioni dagli *insiders*, consapevoli del carattere riservato delle stesse. Vi sono poi nel d.d.l. norme sull'*enforcement* della disciplina con una ripartizione piuttosto barocca dei poteri istruttori tra Consob e autorità giudiziaria.

4.2. L'INSIDER TRADING DEL GIORNALISTA NEGLI STATI UNITI.

Anche per affrontare le relazioni tra giornalismo finanziario e *insider trading* converrà prendere le mosse da un caso giurisprudenziale deciso dalla Corte suprema statunitense²⁶.

Il caso ha avuto per protagonista Foster Winans (il sig. Carpenter, da cui il caso prende il nome, altri non era che il coinquilino di Winans, imputato per favoreggiamento), uno dei due autori di una rubrica quotidiana del « Wall Street Journal », denominata « Heard on the street » (« Sentito dire per la strada »). In tale rubrica — che tuttora appare, curata da altri, sulla penultima pagina del prestigioso giornale finanziario — veniva discusso il possibile andamento di un titolo o di un gruppo di titoli.

Ecco descritti i fatti con le stesse parole dei giudici:

« La rubrica discuteva particolari titoli o gruppi di titoli, dando informazioni positive o negative su quei titoli e prendendo un punto di vista rispetto all'investimento nei titoli analizzati. Winans regolarmente intervistava dirigenti delle società in modo da raccogliere prospettive interessanti sulle azioni che sarebbero state messe in luce nella rubriche future, ma, almeno per gli articoli qui in questione, nessuna conteneva informazioni riservate delle società o da divulgare solo alla scadenza di un termine. A causa della riconosciuta qualità e correttezza della rubrica *Heard on the street*, essa aveva la potenzialità di influenzare i prezzi dei titoli analizzati.

La politica ufficiale e la prassi del *Journal* era che prima della pubblicazione, i contenuti della rubrica costituivano informazione confidenziale del giornale.

Malgrado la regola della quale Winans era a conoscenza, egli nell'ottobre 1983 si mise d'accordo con Peter Brant ed il ricorrente Felis, ambedue legati alla banca d'investimento Kidder Peabody a New York, per fornire loro anticipazioni sui contenuti e l'uscita della rubrica. Ciò permetteva a Brant e Felis e ad un altro complice, David Clark, un cliente di Brant, di comprare o vendere basandosi sul probabile impatto della rubrica sul mercato. I profitti sarebbero stati divisi. I predetti erano d'accordo che il piano non dovesse influenzare la correttezza giornalistica degli articoli della rubrica, e la Corte

²⁶ U.S. v. *Carpenter*, in questa *Rivista*, 1988, p. 89.

distrettuale non ha accertato alcuna alterazione dei contenuti di alcuno degli articoli al fine di aumentare ulteriormente i profitti potenziali del piano di compravendita dei titoli. In un periodo di quattro mesi gli agenti di cambio effettuarono scambi prima della pubblicazione sulla base delle informazioni fornite loro da Winans sul contenuto di circa ventisette articoli della rubrica. I profitti netti di questi scambi furono \$ 690.000 »²⁷.

Scoperto l'illecito comportamento, era scontato il licenziamento di Winans dal *Journal*, dato che un'espressa disposizione del contratto di lavoro giornalistico veniva violata; meno semplice era prevedere una condanna penale del giornalista. In effetti gli articoli contenevano pur sempre notizie non riservate, probabilmente di non larga diffusione, ma cui un analista finanziario e un investitore di buona volontà avrebbero certamente potuto accedere. Inoltre tra Winans e le società i cui titoli venivano discussi non esisteva alcuna relazione fiduciaria, quasi-fiduciaria o conseguenzialmente fiduciaria, che secondo i precedenti giurisprudenziali americani costituisce condizione necessaria per individuare nell'uso di notizie riservate una violazione delle norme contro la frode in materia di valori mobiliari²⁸.

La condanna di Winans viene allora motivata su un altro piano ricorrendo, per un verso, alla cosiddetta *misappropriation theory* in base alla quale sussiste *insider trading* quando vi sia lo sfruttamento di notizie sottratte indebitamente al legittimo proprietario²⁹ e, per altro verso, ad un *corpus* normativo concernente le frodi postali diverso da quello delle leggi federali in materia di diritto dei valori mobiliari (Sez. 1341 e 1343 U.S.C.).

Quanto al primo profilo, interessa soprattutto la motivazione della Corte d'Appello.

La violazione della Regola 10b-5 viene ravvisata nell'illecito uso di informazioni per trattare in titoli, uso che allo stesso tempo costituisce appropriazione indebita dell'informazione dal giornale e pratica

²⁷ U.S. v. *Carpenter*, cit., p. 90.

²⁸ Sull'applicazione della regola 10b-5 dettata dalla SEC in applicazione della sez. 10(b) del Securities Exchange Act del 1934 al fine di coprire la più ampia gamma possibile di frodi connesse allo scambio di valori mobiliari, e in particolare sulla sua applicazione all'*insider trading*, esiste anche in Italia una esaustiva letteratura. (D. CORAPI, *L'insider trading nelle società per azioni americane*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 288; e *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in *L'informazione societaria*, Milano, 1982, 693; P.G. MARCHETTI, *Una decisione americana in tema di insider trading*, in *Riv. soc.*, 1971, 1153; R. ALESSI, « *Market egalitarianism* » e « *insider trading* », *ivi*, 1980, 942; G. CARCANO, « *Insider trading* » e *analisti finanziari in una sentenza*

statunitense, *ivi*, 1985, 722; S. GALLI, *Il caso Tomè e la repressione dell'insider trading negli Stati Uniti*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 716; S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 91 ss.; A. BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989, p. 92 ss.; P. CASELLA, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 796). La giurisprudenza ritiene che, nei confronti della società e dei soci, gli amministratori e i dirigenti abbiano una relazione immediatamente fiduciaria, i consulenti esterni una relazione quasi-fiduciaria e i terzi che ricevono le notizie privilegiate dalle due categorie precedenti una relazione « conseguenzialmente » fiduciaria.

²⁹ Teoria formulata nella *dissenting opinion* del *chief justice* Burger nel famoso caso *Chiarella v. U.S.* 445 US/222 (1980).

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

Diverso è l'approccio della Corte Suprema, la quale non affronta — per mancato raggiungimento di una maggioranza — la questione della violazione delle leggi federali sui valori mobiliari. La decisione è incentrata piuttosto su un punto cui i giudici *a quibus* avevano attribuito rilevanza secondaria: la violazione delle leggi federali sui reati compiuti tramite l'uso della posta e delle comunicazioni. Il fatto che tali leggi siano in grado di colpire l'*insider trading* appare davvero bizzarro al lettore non avvezzo delle tecniche interpretative delle corti anglosassoni. Fin dove il dato letterale della legge lo consente e fin dove il giudice lo ritenga opportuno, è possibile (anche in diritto penale) applicare la norma a casi del tutto estranei a quelli per i quali era stata promulgata.

Così le Sezioni 1341 e 1343 dello United States Code appaiono ad una prima lettura finalizzate a proteggere i destinatari di un messaggio postale, telefonico, televisivo ecc., attraverso il quale qualcuno l'intenda defraudare. Per la Corte Suprema, invece, qualunque frode (compreso l'*insider trading*), anche non attuata mediante la posta o le telecomunicazioni, purché la posta e le telecomunicazioni siano circostanze di fatto che rendono possibile la frode, è colpita dalle norme in questione. Winans è dunque colpevole non tanto perché l'illecito acquisto o vendita di titoli è avvenuto attraverso la posta, quanto perché senza la distribuzione postale del « Wall Street Journal » le variazioni del prezzo dei titoli dovute alla rubrica non si sarebbero verificate.

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

È evidente allora la differenza tra il caso *Carpenter* e il caso *Zweig*, di cui si è parlato nelle pagine dedicate alla manipolazione. In entrambi i casi i profitti venivano realizzati attraverso operazioni di borsa che anticipavano gli effetti sul mercato della pubblicazione sul giornale, ma in *Zweig* il giornale pubblicava notizie false, in *Carpenter* notizie vere.

4.3. ... ED IN ITALIA.

Venendo alle vicende italiane, una recente ricerca³⁰ conferma — se mai ve ne fosse stato bisogno — che la borsa italiana è essenzialmente un mercato di *insiders*. Le notizie di rilievo che genericamente influenzano i corsi di borsa (risultati economici dell'impresa, acquisizioni, fusioni, aumenti di capitale, ecc.) non producono alcun effetto il giorno della pubblicazione. Il mercato infatti, attraverso l'attività degli *insiders* e i fenomeni di « accodamento » degli altri operatori, raggiunge il prezzo di equilibrio che incorpora la nuova informazione prima che quest'ultima divenga nota all'intero mercato.

L'economista che volesse porre in relazione l'assenza di una disciplina legislativa sull'*insider trading* con la scarsa attrattiva che esercita la borsa italiana sugli investitori, potrebbe trovare una conferma empirica delle teorie che sostengono che tale fenomeno abbia sul mercato effetti essenzialmente negativi³¹.

La materia specifica del presente lavoro non consente di spendere altre parole sul tema generale e obbliga a spostare l'attenzione sul caso particolare del giornalista finanziario.

Al riguardo va fatta un'annotazione preliminare: tra le varie categorie di soggetti « a rischio », di soggetti cioè che in ragione della loro posizione e professione hanno accesso a notizie riservate, quelle dei giornalisti presenta rispetto ad altre rischi notevolmente inferiori. Se infatti un amministratore, un consulente, un dipendente dell'impresa³² hanno la sola « tentazione » di sfruttare la notizia in borsa, e di sfruttarla il più a lungo possibile mantenendo la stessa segreta per quanto in loro potere³³, il giornalista ha anche la « tentazione » di se-

³⁰ Prometeia - Comitato direttivo della borsa valori di Milano. *La Borsa valori di Milano, 1990 - Confronti internazionali e caratteristiche del mercato*, p. 157 ss.

³¹ Per un esame degli effetti negativi prodotti dall'*insider trading*, cfr. S. BARSELLA, *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, Consob - Quaderni di finanza n. 1, giugno 1990, p. 34 ss.

³² Per un'analisi dei diversi destinatari della disciplina dell'*insider trading* cfr. R. RISTUCCIA, *Il giornalista finanziario e i destinatari del divieto di insider trading*, in questa *Rivista*, 1988, p. 93.

³³ Sulla strategia dell'*insider* per evitare la diffusione dell'informazione e lucrare più a lungo sul proprio privilegio cfr. S. BARSELLA, *op. cit.*, pp. 22-29.

gno opposto, connaturata alla propria professione, di fare uno *scoop* o comunque di rendere pubblica la notizia.

Inoltre quando il giornalista riceve la notizia è presumibile che l'*insider* abbia già avuto occasione di sfruttarla, per cui le opportunità di profitto del primo sono in qualche misura limitate dal fatto che il prezzo di borsa ha già subito variazioni in ragione dei comportamenti del secondo. In altri termini il giornalista, essendo il mezzo attraverso il quale la notizia da riservata diviene pubblica³⁴, si pone ad un livello di accesso all'informazione meno privilegiato di quello a cui si trovano gli *insiders* tradizionali, pur avendo ancora qualche vantaggio sul pubblico dei risparmiatori.

Svolta la premessa, l'analisi dovrebbe a questo punto incentrarsi su esempi concreti che dimostrino quanto e come il giornalista finanziario utilizza le notizie destinate alla pubblicazione. Un simile percorso espositivo si presenta tuttavia impossibile da seguire, poiché in *subjecta materia*, se è abbastanza agevole riconoscere che *insider trading* vi è stato, è di contro notevolmente complesso stabilire chi lo abbia commesso. L'accertamento richiede infatti di operare su due fronti. Da un lato, attraverso procedure di registrazione di ogni contratto o ordine di borsa, bisogna risalire al cliente dell'intermediario cui è imputabile l'operazione (che sarà una società o un prestanome piuttosto che l'*insider* in nome proprio). Dall'altro, richiedendo alla società interessata dalla notizia una cronologia che indichi le persone a conoscenza della notizia stessa e il momento in cui ne sono venute a conoscenza, interrogando tali persone e ricercando ogni altra utile prova, bisogna cercare di individuare il nesso tra l'ordine di borsa e la fonte dell'informazione privilegiata. Si tratta evidentemente di istruttorie lunghe e costose, come testimonia il fatto che le autorità amministrative estere incaricate della repressione dell'*insider trading* dispongano tutte di una *enforcement division*, vale a dire di una struttura investigativa *ad hoc*.

In un paese come il nostro dove la norma sanzionatrice non esiste, è ovvio che a nessuno sia venuto in mente di intraprendere simili accertamenti. Ciò spiega l'impossibilità di riportare casi concreti a differenza di quanto si è fatto nei precedenti capitoli in tema di abusiva sollecitazione del pubblico risparmio e di manipolazione.

Si consideri inoltre che mentre i due illeciti precedenti vengono realizzati mediante comportamenti manifesti, l'*insider trading*, per sua natura, va compiuto nell'ombra. I primi anzi consistono proprio nell'indurre un interesse su un certo valore mobiliare, è indi-

³⁴ Sulla funzione di profilassi rispetto all'*insider trading* svolta dalla diffusione immediata della notizia si vedano le intuizioni di A. MIGNOLI, *op. cit.*, p. 892. Una conferma di tale funzione è ricavabile dall'inserimento

nella direttiva comunitaria di una norma (art. 7) che impone agli emittenti di informare immediatamente il pubblico in merito a circostanze idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli.

pensabile cioè che il messaggio raggiunga i potenziali percettori per perfezionare il disegno illecito (ciò — si noti — vale anche per la manipolazione che abbiamo definito « silenziosa », posto che l'attività operativa del manipolatore, per quanto non si sostanzia in messaggi verbali, mira comunque a dare al mercato un segnale attraverso il movimento del prezzo o delle quantità scambiate). L'essenza del fenomeno sta nel « far credere » qualcosa di falso agli investitori.

L'*insider*, di contro, tende a nascondersi (spezzettando gli ordini nel tempo e nello spazio) proprio per non segnalare al mercato la propria presenza in modo da evitare bruschi movimenti del titolo e lucrare il più a lungo possibile sull'informazione privilegiata³⁵.

Tali osservazioni spiegano perché nel caso della manipolazione — che al pari dell'*insider trading* è sprovvista ancora di norma sanzionatrice — siamo stati in grado di descrivere fattispecie empiriche.

Nell'impossibilità di riferire casi concreti, non resta che affidarci ai risultati di un sondaggio³⁶ dal quale risulta che il 65% del campione di giornalisti e operatori intervistato ritiene l'*insider trading* un fenomeno diffusissimo, oppure alle testimonianze degli *insiders* (in senso buono) delle redazioni³⁷.

4.4. PERCHÉ SANZIONARE L'INSIDER TRADING DEL GIORNALISTA.

Ma esistono ragioni per inibire al giornalista finanziario di utilizzare le informazioni in proprio possesso non ancora pubblicate per acquistare e vendere titoli?

In generale il divieto di sfruttamento di notizie riservate viene spiegato in base a due *rationes* alternative³⁸. Per alcuni costituisce un corollario dei doveri fiduciari di coloro (ad esempio gli amministratori di società per azioni) che gestiscono la ricchezza altrui, doveri che impongono di non operare in conflitto di interesse con chi ha investito la propria ricchezza. La norma dovrebbe pertanto colpire amministratori e dirigenti di una società, i consulenti e coloro ai quali le informazioni sono segretamente passate (*tippees*).

Di contro si sostiene che la norma protegge la parità (sul piano informativo) delle posizioni di partenza di ogni partecipante al mercato dei capitali.

Le situazioni in cui può esservi un vantaggio informativo sono diverse. Con uno sforzo di semplificazione si possono ridurre a tre paradigmi tipici: il vantaggio ottenuto attraverso la propria analisi

³⁵ Cfr. S. BARSELLA, *op. cit.*, pp. 22-29 e 42-43.

³⁶ Demoskopea, *L'informazione finanziaria in Italia. I risultati di una ricerca*, 1988, p. 34 e tav. 19.

³⁷ G. PANSA, *Carte false*, Milano, 1986 (Rist. 1988), pp. 141-142, riferisce alcuni episodi di *insider* nostrano, senza fare nomi poi-

ché neanche egli è in grado di provare alcuna storia. Cfr. pure P. MURIALDI-S. ROVENTI, *Giornalisti e mass media per l'informazione economica e finanziaria - Una ricognizione sul campo*, collana Studi & Ricerche LACEF Università Bocconi, Milano, 1990, p. 16.

³⁸ Cfr. R. RISTUCCIA, *op. cit.*, pp. 97-103.

indipendente; il vantaggio ottenuto per caso (ascoltando per esempio una concitata conversazione telefonica del vicino presidente di una società); il vantaggio ottenuto fraudolentemente appropriandosi d'informazioni altrui (come nel caso Winans).

Un'applicazione rigorosa del *market egalitarianism* non ammetterebbe distinzioni di sorta, ma né la giurisprudenza né la dottrina americana si sono spinte così lontano. Ad impedire il risultato radicale della protezione assoluta della parità delle posizioni di partenza è determinante la salvaguardia degli incentivi a produrre e divulgare informazione, generalmente riconosciuti come fattore di incremento dell'efficienza del mercato. Ne deriva che la repressione dell'*outsider* (contrapposto agli *insider* in senso stretto) *trading* deve — secondo i fautori della teoria in esame — estendersi fin dove non produca disincentivi alla ricerca dell'informazione.

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

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

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

La teoria dell'appropriazione indebita presenta però, a parere di chi scrive, delle aporie insostenibili. Vi sono infatti i casi in cui il proprietario dell'informazione non è affatto danneggiato dall'appropriazione indebita mentre lo sono certamente gli investitori all'oscuro della notizia. Specularmente vi sono i casi in cui non vi è alcuna appropriazione indebita ma il mercato è ugualmente danneggiato.

Il caso del giornalista finanziario spiega bene questa situazione. La *misappropriation theory*, da un lato, se punisce il giornalista che sfrutta l'informazione di « proprietà » del giornale, permette di contro al giornale di operare tranquillamente sui titoli oggetto di articoli di futura pubblicazione. Dall'altro, qualora il giornalista venisse autorizzato dal giornale ad utilizzare l'informazione, non vi sarebbero i presupposti dell'indebita appropriazione. In entrambi i casi con buona pace dell'investitore danneggiato.

Né meglio spiegherebbe tale aporia l'argomento basato sull'equilibrio tra protezione della parità informativa e incentivi a ricercare informazioni. Non può infatti giustificarsi il diritto del giornale a sfruttare notizie riservate come incentivo per quest'ultimo. Infatti l'attività giornalistica è premiata dai ricavi della vendita delle copie del giornale e non dai profitti di speculazioni mobiliari.

Se non convince la *misappropriation theory* come *ratio* del divieto di sfruttamento di notizie riservate in capo al giornalista finanziario, bisogna ritornare alla teoria tradizionale. Ora, appare assai arduo immaginare che giornali e giornalisti abbiano un'obbligazione fidu-

ciaria nei confronti dei lettori, degli investitori o delle imprese da cui provengono le notizie. Alla base di una relazione fiduciaria vi deve essere un rapporto contrattuale — mandato, contratto d'opera o altro — che manca nella situazione in esame.

Se una responsabilità per *insider trading* del giornalista o del giornale deve essere individuata, la soluzione più ragionevole sembra allora quella di parificare tali soggetti agli *insider* cosiddetti « secondari ». Giornali e giornalisti in tanto sono colpevoli di illecito sfruttamento delle informazioni riservate in quanto le abbiano ottenute, consapevoli del carattere riservato delle stesse, dagli *insiders* in senso stretto.

Soluzione questa che appare pienamente compatibile con il dato letterale sia della direttiva CEE che del disegno di legge italiano.

In altri termini la normativa in discussione al Senato vieta (anche) al giornalista in possesso di informazioni riservate sia il compimento di operazioni su valori mobiliari, sia la comunicazione a terzi delle stesse. Esclude naturalmente quest'ultima situazione la pubblicazione della notizia sul giornale in quanto l'esercizio del diritto di cronaca costituisce senza dubbio un « giustificato motivo » ai sensi dell'art. 2, comma secondo, che abilita alla comunicazione della notizia (ovvero rientra nell'« ambito del normale esercizio » del lavoro giornalistico ai sensi dell'art. 3 della Direttiva CEE).

Si noti in conclusione che una proibizione legislativa, in capo (anche) ai giornalisti, di sfruttamento delle notizie riservate potrebbe costituire per i fornitori di informazioni (in particolare le imprese) un motivo in più per comunicare con la stampa sapendola disinteressata sul piano speculativo, e ciò non può che giovare ad una politica di trasparenza del mercato³⁹.

5. ILLECITI DIFFAMATORI.

Per concludere l'esposizione delle fattispecie in cui la corretta informazione a tutela del mercato mobiliare è posta in pericolo da comportamenti discutibili dei *mass media*, un breve accenno meritano gli illeciti diffamatori.

L'economia del presente lavoro ci obbliga a ritenere il lettore sufficientemente edotto sui termini essenziali di una materia così vasta come è quella della diffamazione (artt. 595 ss. cod. pen.). A chi scrive interessa semplicemente sottolineare che in campo economico la diffamazione può essere spesso connessa ad attività di concorrenza sleale. La notizia diffamatoria potrebbe cioè costituire un elemento di un disegno denigratorio posto in essere da un imprenditore concorrente cui l'atto tuttavia non risulta imputabile in ragione dello « schermo » costituito dalla firma del giornalista⁴⁰. Ciò vale anche nel mercato dei valori mobiliari laddove situazioni del genere hanno

³⁹ Sul punto M. KIMEL, *The inadequacy of Rule 10b-5 to address outsider trading by reporters*, in 38 *Stanford Law Rev.* 1549, p. 1564 e 1567 (1986).

⁴⁰ Vedi nota sopra 5.

riguardato soprattutto l'offerta al pubblico di titoli atipici (e di quote di fondi comuni di investimento in epoca precedente la legge 77/83 che li ha disciplinati).

Come esempio concreto possono venire ricordate le vicende che portarono ad una delle pronunce più importanti della Corte di Cassazione in tema di diffamazione. Con sentenza n. 5259 del 18 ottobre 1984⁴¹, nota come il « decalogo dei giornalisti », il Supremo Collegio ha confermato in sede civile la condanna dell'editore e del direttore responsabile di una rivista specializzata in materia finanziaria al risarcimento del danno provocato da una serie di articoli diffamatori nei confronti del fondo comune di investimento immobiliare Europrogramme.

Il processo vedeva come attori la IFI — Interfininvest società di gestione del fondo Europrogramme International il cui amministratore delegato era Orazio Bagnasco e la società di distribuzione Europrogramme Service Italia. Convenuti erano la Finanzinformationen Etablissement editore della « Tribuna degli Investimenti », il redattore responsabile di quest'ultima, dr. Nino Granzotti, e la società Invest Diffusion di cui il Granzotti era legale rappresentante. Il Tribunale di Milano ha accertato che la società Invest Diffusion svolgeva attività commerciale nel campo dei fondi comuni di investimento immobiliari in concorrenza con le società attrici e che la stessa aveva partecipato o quantomeno aderito alla campagna di stampa posta in essere dalla « Tribuna degli Investimenti ». Tale campagna di stampa si era concretata in una lunga serie di articoli usciti tra il gennaio 1972 e il luglio 1973 nei quali venivano espresse forti critiche nei confronti dell'operazione finanziaria Europrogramme nel suo complesso, e in particolare della regolarità dei bilanci, dell'attività promozionale reputata scorretta, dalla qualità e del valore degli investimenti effettuati, dei prezzi di vendita delle quote del fondo, e venivano soprattutto enfatizzate le conseguenze di massicci esercizi del diritto di riscatto da parte dei sottoscrittori del fondo.

Il tribunale, rinvenuto il carattere denigratorio degli articoli, ha condannato i convenuti per concorrenza sleale (art. 2588 n. 2 cod. civ.).

La Corte d'Appello ha invece negato che ricorresse un rapporto concorrenziale tra le società attrici e le convenute, presupposto indispensabile per l'applicazione dell'art. 2598 cod. civ., rapporto concorrenziale semmai sussistente con società di gestione di altri fondi immobiliari (la sentenza cita Fideuram e Fonditalia) ma non con società editrici. La Corte ha però condannato il Granzotti e le società convenute per danni *ex art.* 2043 cod. civ. riconoscendo negli articoli un illecito diffamatorio.

⁴¹ In questa *Rivista*, 1985, p. 143.

La Corte di Cassazione nel confermare la pronuncia d'appello ha enunciato una serie di principi in tema di esercizio del diritto di cronaca che hanno dato luogo a commenti controversi in dottrina⁴² oltre che a roventi polemiche sulla stampa quotidiana.

I principi di diritto formulati dal Supremo Collegio superano i limiti del caso concreto e pertanto i temi della presente trattazione. Basterà ricordarli per sommi capi: il diritto di cronaca è legittimo quando ricorrono le condizioni dell'utilità sociale dell'informazione, delle verità oggettiva o quantomeno putativa in base a un serio lavoro di ricerca e verifica, dalla forma « civile » dell'esposizione dei fatti e della loro valutazione; verità dei fatti significa anche completezza dell'informazione di tal guisa che una mezza verità va in tutto equiparata alla notizia falsa; la forma della critica non è « civile » se non è improntata a leale chiarezza; devono essere pertanto evitati accostamenti suggestionanti, toni eccessivamente allarmistici e scandalistici e insinuazioni.

Ironia della sorte, nonostante la pregevole analisi giuridica svolta dalla Cassazione, la storia ha dato in parte ragione ai convenuti condannati. Tutti sanno infatti come andarono le attività di Orazio Bagnasco e dei suoi fondi immobiliari e quanto profetici (seppure scorretti nei toni) erano stati gli articoli della « Tribuna degli Investimenti ».

Il caso Europrogramme sopra descritto evoca situazioni in cui il giornale agisce « sollecitato » in qualche modo da un imprenditore concorrente⁴³. Non mancano comunque i casi in cui il giornale opera, per così dire, « in proprio ». Non constano casi passati in giudicato; ci limiteremo pertanto a segnalare casi di comportamento giornalistico che, pur non integrando ipotesi di diffamazione, sono quantomeno dubbi sotto il profilo dell'etica professionale.

Vi sono giornali particolarmente abili nell'individuare situazioni illecite o comunque irregolari nel campo della finanza atipica. Fin qui si tratta di opera meritoria in quanto spesso supplisce a carenze investigative degli organi di controllo.

Meno limpido appare di contro l'operato di tali giornali quando vengono interrotte le campagne di severa critica nei confronti di un imprenditore che offre titoli atipici e contemporaneamente vengono pubblicati messaggi pubblicitari dell'imprenditore stesso.

Si tratta, come già detto, di casi in cui non vi è affatto diffamazione visto che le notizie sono vere e controllate, l'informazione è utile socialmente e la presentazione risponde ai canoni di civiltà indicati dalla Cassazione. Tuttavia l'interruzione della serie di articoli proprio nel momento in cui il lettore si aspetta gli approfondimenti — in-

⁴² Cfr. S. FOIS, *Il c.d. decalogo dei giornalisti e l'art. 21 Cost.*, in questa *Rivista*, 1985, p. 152; G. GIACOBBE, *Notarelle minime in margine ad una sentenza contestata*, *ivi*, p. 163.

⁴³ Ben più sofisticato il piano denigratorio posto in essere da alcuni funzionari del-

l'American Express attraverso giornali di tutto il mondo contro il banchiere concorrente Edmond Safra. Cfr. BRYAN BURROUGH, *L'ingrigo American Express*, su *Il Sole-24 Ore* 2, 4, 5 e 6 ottobre 1990. Il caso non viene qui esaminato perché non attiene al mercato dei valori mobiliari.

terruzione dovuta presumibilmente agli introiti pubblicitari provenienti dal soggetto interessato dagli articoli stessi — provoca una negativa distorsione dell'informazione.

6. PER UNA DISCIPLINA DEL GIORNALISMO FINANZIARIO.

Le figure di illecito che abbiamo delineato nelle pagine precedenti fanno riflettere sul pregiudizio provocato al mercato mobiliare dall'uso scorretto dell'informazione finanziaria. A tutela del diritto all'informazione — che in materia finanziaria mira pure a realizzare un ulteriore interesse che consiste nella più efficiente allocazione delle risorse — è bene che l'ordinamento preveda delle forme di reazione ai comportamenti pregiudizievoli, specialmente quando gli stessi siano dovuti ad interessi privati del giornale o del giornalista.

Parafrasando quanto scritto in tema di diffamazione da un noto studioso americano esponente della scuola di analisi economica del diritto⁴⁴, in assenza di una disciplina la combinazione fra affermazioni false e affermazioni veritiere muterà, con aumento delle prime; la collettività dovrà pertanto fare la tara sulle affermazioni che riceve perché sarà meno sicura della loro autenticità; l'influenza della stampa diminuirà in quanto non vi saranno criteri evidenti per distinguere i resoconti corretti da quelli inesatti, in parte perché nessuno può mai essere considerato responsabile per affermazioni false.

Una reazione dell'ordinamento è necessaria dunque per non avallare sistemi inefficienti di diffusione dell'informazione e di conseguenza per incoraggiare lo sviluppo del mercato finanziario. Sin qui abbiamo esaminato illeciti specifici, abbiamo illustrato la situazione *de iure condito* e le proposte di riforma in discussione. Abbiamo soprattutto sottolineato la necessità di potenziare gli strumenti di vigilanza in maniera da condurre efficacemente gli accertamenti sulle collusioni tra organo di informazione e soggetti interessati a sollecitare abusivamente il pubblico risparmio, a manipolare i corsi o a effettuare *insider trading*. In quest'ultima parte del lavoro cercheremo di verificare — al di là delle normative specifiche (in potenza o in atto) su sollecitazione del pubblico risparmio, manipolazione e *insider trading* delle cui difficoltà applicative e probatorie si è ampiamente discusso — se sia immaginabile una disciplina destinata direttamente agli organi di informazione e ai giornalisti a tutela della correttezza dell'informazione economica.

⁴⁴ R.A. EPSTEIN, *Libertà di manifestazione del pensiero e tutela della reputazione*.

Una critica di analisi economica del diritto alla via americana, in questa Rivista, 1987, p. 843.

Al riguardo vengono subito in mente i codici di autodisciplina emanati dagli ordini dei giornalisti o da singole redazioni di giornale. Ricordiamo, perché interessano in larga misura la materia del presente lavoro, le « Linee di condotta del Press Council di Londra per i giornalisti finanziari » e il « Codice di autodisciplina dei giornalisti de "Il Sole-24 Ore" »⁴⁵.

Nel primo si afferma il principio che i giornalisti finanziari non debbono usare a proprio profitto informazioni di cui siano venuti a conoscenza durante il loro lavoro prima che queste siano state rese di dominio pubblico (par. 2). In particolare i giornalisti non devono scrivere di azioni o titoli sui cui loro, e i loro familiari, abbiano significativi interessi finanziari, senza renderlo noto al direttore o al caposervizio (par. 3, punto *b*). Inoltre i giornalisti non devono acquistare o vendere azioni o titoli di cui abbiano scritto di recente o abbiano intenzione di scrivere nell'immediato futuro (par. 3, punto *c*), salvo autorizzazione da parte del direttore o del caposervizio se dovessero presentarsi circostanze impreviste (par. 3, punto *d*). I giornalisti finanziari non devono speculare acquistando o vendendo azioni o titoli a breve scadenza (par. 3, punto *e*). Per quanto attiene specificamente all'*insider trading* i giornalisti non devono acquistare o vendere azioni o titoli sui quali possiedono informazioni non ancora pubblicate che potrebbero influenzare i prezzi e neppure passare queste informazioni ad altri (par. 3, punto *f*).

Analogamente il documento del Comitato di redazione del maggiore quotidiano economico italiano afferma che il giornalista de « Il Sole-24 Ore » non può scrivere articoli relativi ad azioni sul cui andamento borsistico abbia un interesse finanziario senza rivelare al direttore l'esistenza di tale interesse, non può acquistare azioni oggetto di propri articoli, non può sfruttare informazioni riservate, non può speculare nel breve periodo.

Il documento dei giornalisti de « Il Sole-24 Ore » contiene inoltre un gruppo di regole sulle collaborazioni, le consulenze e gli incarichi che devono essere autorizzati dal direttore (norma che peraltro non si applica a società collegate a « Il Sole-24 Ore »).

Vi è infine una norma che vieta ai giornalisti di accettare regali, pagamenti, rimborsi spese, prestiti gratuiti, inviti a viaggi che possano condizionare l'attività redazionale.

A nostro avviso, i codici di autodisciplina, pur rappresentando « lodevoli tentativi »⁴⁶ di ovviare ai problemi di correttezza dell'informazione finanziaria, presentano limiti piuttosto evidenti.

Tali limiti riguardano innanzitutto il contenuto delle norme stesse. Si può dire che i codici colpiscono comportamenti illeciti dovuti all'i-

⁴⁵ Entrambi pubblicati su questa *Rivista*, 1987, p. 725 ss.

professionale del giornalista, in questa *Rivista*, 1989, p. 382.

⁴⁶ Così L. BONESCHI, *La deontologia*

niziativa del singolo giornalista; quando l'interesse ad influenzare l'informazione sia del giornale nel suo complesso, ovvero quando tra colleghi ci si scambino favori reciproci in relazione allo sfruttamento di informazione manipolata, ovvero ancora quando la diffusione di informazione scorretta sia « pagata » al giornalista non con titoli, regali, consulenze ecc., ma in forme diverse (per esempio con l'informazione stessa o con la promessa di ricevere ulteriori informazioni)⁴⁷, non sembra di essere in situazioni coperte dai codici.

Inoltre è da chiedersi che senso abbia rendere noto al direttore l'interesse patrimoniale del giornalista in relazione a un titolo. Tale *disclosure* andrebbe semmai fatta nell'articolo in maniera che sia il lettore a valutarla (come si dirà ampiamente oltre). D'altronde non si comprende perché un direttore, o un caposervizio, debba scoraggiare

⁴⁷ Dal citato sondaggio della Demoskopia emerge che il 100% dei giornalisti intervistati (Tav. 18) ritiene esista « un fenomeno di pressione/influenza, che tra l'altro si realizza con rapporti di reciproco vantaggio quando la fonte fornisce l'informazione al giornalista, il quale deve stare un po' al gioco e trattare l'informazione in un certo modo perché altrimenti si perdono le fonti stesse ». Sui meccanismi « premio/punizione » che si instaurano tra impresa fornitrice dell'informazione e giornalista cfr. pure « L'informazione economica in Italia » indagine predisposta dal CENSIS in CNEL, *L'informazione economica in Italia: problemi e prospettive*, Roma, 1985, pp. 108 e 192. Significativa al riguardo appare la recente polemica sull'informazione giornalistica afferente al caso Lombardfin, la commissione di borsa di Paolo Mario Leati andata in crisi nell'estate 1990. In un servizio sul settimanale « Il Mondo » (n. 24 settembre-1° ottobre 1990) il giornalista Vittorio Borelli scrive: « Quando si comincia a vociferare di connivenze fra personaggi come Leati e la stampa economica il livello di guardia è già stato abbondantemente superato. Nessuno può dire se il foglietto che gira in questi giorni dalle parti di piazza Affari sia autentico o se sia solo una provocazione. Verosimile, invece, lo è. Perché è noto che Leati era « una buona fonte ». Ed è vero che qualche giornale si è distinto nel cercare di sdrammatizzare la vicenda Lombardfin e nell'anticipare un lieto fine che ancora non è arrivato. Guai se prendesse piede il sospetto che tutto ciò non dipende da scarsa professionalità, bensì da interessi assolutamente privati. Sarebbe una picconata tremenda alla credibilità di una corporazione a cui la gente assegna il compito di fare ogni giorno le bucce ai signori del potere. Nella stragrande maggioranza dei casi, ciò è avve-

nuto anche per Leati e la sua Lombardfin. No, non si può né tacere né minimizzare. Se qualcuno ha veramente deciso di saltare il fosso, facendosi cooptare da una congrega che non è la sua non potrà contare su alcuna omertà ». L'articolo ha provocato l'intervento del Consiglio dell'ordine dei giornalisti della Lombardia che a nome del suo legale rappresentante Franco Abruzzo ha inviato un esposto alla Procura generale presso la Corte d'Appello di Milano per accertare eventuali responsabilità penali. All'articolo di Borelli ha risposto inoltre il comitato di redazione de « Il Sole-24 Ore » invitando l'autore a precisare i nomi e i fatti (« Il Sole-24 Ore » 4 ottobre 1990). Borelli dal canto suo ha respinto tale « diffida » in una lettera al giornale (« Il Sole-24 Ore » 5 ottobre 1990). Delle successive vicende è dato conto su « L'Espresso » 21 ottobre 1990, p. 39. Come lettori di giornali abbiamo osservato, per un autorevole quotidiano, che nei giorni precedenti la riunione della Consob che doveva decidere se sospendere l'ammissione in borsa della commissionaria, al giornalista che aveva seguito la vicenda sino a quel momento veniva sostituito un altro che ha usato toni decisamente più ottimistici in ordine alle possibilità di Leati di risolvere i problemi finanziari della commissionaria. I fatti sono poi precipitati con la sospensione della commissionaria e la liquidazione coattiva di borsa, e la copertura giornalistica della vicenda è tornata al giornalista che se ne era occupato in precedenza. Dal punto di vista penale non ci sembra però che il tono inopportuno ottimistico abbia portato ad un travisamento dei fatti. Tuttavia qualora venissero accertati collegamenti di interesse tra i giornalisti e Leati, le opinioni espresse nel testo circa la necessità di una più stringente regolamentazione del giornalismo finanziario troverebbero immediata conferma empirica.

la scrittura di un buon articolo solo perché il giornalista possiede titoli interessati da quell'articolo: il compito di un direttore è quello di approntare un giornale con più informazioni possibili, non quello di controllare i redditi dei componenti la redazione. Pertanto, una volta verificata l'attendibilità dell'articolo, non ha ragione di dolersi dell'eventuale interesse personale del giornalista.

Analogo discorso potrebbe essere fatto per il potere del direttore di autorizzare operazioni di acquisto o di vendita di valori mobiliari effettuate dal giornalista.

Sussistono poi i limiti inerenti all'efficacia stessa dello strumento autodisciplinare. L'applicazione delle norme è infatti lasciata alla buona volontà degli stessi aderenti al codice e il fatto che non risultino casi concreti fa dubitare dell'effettività dei documenti. Si consideri infatti che quando il codice promani dall'ordine professionale è probabile un « uso estremamente parsimonioso »⁴⁸ dei poteri repressivi dell'ordine stesso. Quando poi il codice sia espressione del comitato di redazione di un singolo giornale è verosimile che il giornale stesso ponga sotto silenzio eventuali violazioni per evitare che la pubblicità colpisca la reputazione della testata.

Data l'insufficienza dell'autodisciplina potrebbe immaginarsi una trasposizione delle norme stesse a livello di contratto di lavoro, in modo tale da applicare ad eventuali violazioni le sanzioni degli inadempimenti contrattuali. Si tratta di ipotesi già in parte realizzate, visto che norme deontologiche — forse troppo generiche — sono contenute nel contratto collettivo nazionale dei giornalisti⁴⁹.

Si consideri però che lo statuto contrattuale potrebbe rappresentare un'efficace repressione dei comportamenti illeciti solo in quanto l'interesse pubblico alla corretta informazione coincida con l'interesse privato dell'editore del giornale. Ciò avviene invero in casi piuttosto limitati. Quale esempio potrebbe indicarsi la c.d. « pubblicità redazionale » svolta dal giornalista senza il consenso del giornale, si tratta in questo caso di sottrazione di proventi pubblicitari all'impresa editrice⁵⁰.

A favore di una repressione contrattuale degli illeciti gioca naturalmente l'interesse dell'impresa editoriale a che il pubblico conservi la fiducia nel giornale e continui ad acquistarlo; tale interesse porta tuttavia a colpire solo casi macroscopici e ripetuti nel tempo. Per quanto poi attiene ai giornali non specializzati in finanza non vi è neppure interesse particolare a mantenere la correttezza della pagina economica, visto che le vendite del giornale potrebbero dipendere in larga misura da altri settori del giornale stesso⁵¹. Non è in fin dei conti verosimile che l'editore abbia interesse a ripetere in un contratto di lavoro norme simili a quelle contenute dai codici di autodisciplina (an-

⁴⁸ L. BONESCHI, *op. cit.*, p. 375.

⁴⁹ Cfr. L. BONESCHI, *op. cit.*, p. 375.

⁵⁰ Sulla pubblicità redazionale cfr. sopra

nota 5. Si veda pure G. PANSA, *Carte false*, pp. 148-150.

⁵¹ Cfr. KIMEL, *op. cit.*, p. 1569.

che a tacere di eventuali resistenze sindacali all'inserimento di simili previsioni in un contratto di lavoro).

Ancora su un piano pre-normativo si segnalano le raccomandazioni emanate dalla Consob (nn. 88/00997 del 13 gennaio 1988, 88/10374 e 88/10375 del 31 marzo 1988) in tema di comunicati diffusi a mezzo stampa da società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto. Con tali atti di *moral suasion* la Commissione ha ritenuto opportuno consigliare, al fine di garantire la migliore qualità e puntualità dell'informativa da fornire al pubblico, di dare tempestiva informazione delle più importanti decisioni assunte in ambito dei consigli di amministrazione, precisando inoltre il contenuto che dovranno avere i vari comunicati stampa a seconda dell'operazione societaria che è stata assunta, inviandone copia alla Consob. Si è inoltre richiesto a tali società, nei casi in cui risultino circolare fra il pubblico notizie frammentarie o inesatte, di fornire prontamente alla stampa adeguati chiarimenti.

Anche tali interventi, seppur utili, in quanto possono ridurre lo spazio di illeciti in tema di informazione economica, non possono ritenersi sufficienti per una seria regolamentazione del fenomeno in parola. E ciò non soltanto perché tali prescrizioni non sono cogenti e quindi la loro applicazione rimane affidata alla buona volontà degli operatori, ma anche perché tali indicazioni possono incidere solo su particolari fonti di notizie economiche e soltanto per informazioni che rivestono una importanza istituzionale all'interno delle singole società.

Verificata l'insufficienza di soluzioni negoziali o comunque di carattere volontario, si può riflettere su disposizioni di carattere più cogente che trovino fonte in un provvedimento normativo.

Ci sembra probabilmente eccessiva una regola di tipo « forte » che consista nel divieto *tout court* per il giornale e per il giornalista finanziario di investire in valori mobiliari⁵². Ciò non certo perché così vengono meno gli incentivi alla ricerca delle informazioni — abbiamo già visto che l'incentivo nel campo che ci occupa sta nella produzione di buoni risultati giornalistici e non nei profitti di borsa. Piuttosto è da considerare che una regola così puritana per un verso non assicura che l'informazione sia immune da interesse particolari — troppe sono le forme attraverso cui tali interessi riescono ad esprimersi sugli organi di informazione —, per altro verso realizza una eccessiva compressione della libertà personale. Tale compressione si verificerebbe anche limitando una *no-trading rule* ai titoli oggetto di articolo, secondo la versione adottata dai codici di autoregolamentazione. In Italia infatti, in una borsa dove i titoli trattati sono pochissimi,

⁵² Cfr. KIMEL, *op. cit.*, p. 1567.

una regola di mera astensione per i titoli di cui si scrive equivarrebbe ad un divieto quasi assoluto⁵³.

Bisogna dunque pensare ad un sistema più elastico in cui le esigenze di tutela del mercato si contemperino con la libertà negoziale delle persone che svolgono l'attività di giornalista.

Ci sembra di poter allora condividere l'opinione⁵⁴ di chi ritiene preferibile che venga resa esplicita la gerarchia e la qualificazione delle fonti cui l'articolo attinge, di modo che sia consentita al lettore una opportuna valutazione dell'informazione.

Analogamente dovrebbero essere resi espliciti i potenziali interessi del giornale, del giornalista o dell'editore nell'argomento trattato dall'articolo. Un obbligo siffatto permette di « tarare » l'informazione e insieme scoraggia ad assumere interessi che influenzino l'obiettività della notizia.

Potrebbe poi prevedersi una regola parallela per le aziende di dichiarare pubblicamente le consulenze o i rapporti patrimoniali avuti con i giornalisti⁵⁵.

In questo senso sembra pure andare la proposta di obbligare i giornalisti a depositare copia della denuncia dei redditi presso gli ordini professionali, allegando la documentazione di tutte le loro entrate, proposta formulata dal presidente dell'ordine dei giornalisti della Lombardia.

Una regola come quest'ultima si presenta tuttavia per un verso eccessiva — in quanto impone il totale sacrificio della riservatezza dei dati fiscali di carattere personale del giornalista in un ordinamento che prevede tale sacrificio solo per categorie di persone che ricoprono fondamentali funzioni pubbliche — e per altro verso insufficiente in quanto spesso i vantaggi patrimoniali percepiti dal giornalista non configurano reddito dichiarato al fisco e comunque la *disclosure* rimarrebbe interna alla corporazione e non sarebbe destinata ai lettori.

Le regole suggerite nel presente lavoro, che meglio si conciliano con la filosofia della « trasparenza » che ispira sia la disciplina dei valori mobiliari, sia la regolamentazione dell'editoria, oltre a costituire un disincentivo allo sfruttamento di notizie riservate così come alla manipolazione dell'informazione, permetterebbe al lettore di trarre dalla notizia gli elementi utili per le proprie scelte di investimento ridimensionando il ruolo, spesso filtrante, dell'articlista. La *disclosure* delle fonti è pratica abbastanza consolidata sulla stampa finanziaria estera, a differenza di quanto avviene sui quotidiani italiani.

⁵³ Le linee di condotta del « Press Council » di Londra cit. respingono esplicitamente (par. 3, punto a) una regola dei decreti il divieto per i giornalisti finanziari di possedere titoli o altre azioni.

⁵⁴ L. BONESCHI, *op. cit.*, pp. 382-383.

⁵⁵ Cfr. l'intervento di D. SPERONI in CNEL, *L'informazione economica in Italia*, cit., p. 76.

Resta da sciogliere il nodo del rapporto tra una simile obbligazione di trasparenza sulla fonte dell'informazione e la disciplina del segreto professionale del giornalista.

Nel par. 2.3., trattando del segreto professionale del giornalista *de iure condito*, si è sottolineata la differenza tra fonti di carattere fiduciario e fonti che difettino di tale qualifica. Se il segreto copre solo le prime, è evidente che un obbligo di trasparenza sulle fonti non fiduciarie (e tra queste le « veline ») non pone problemi di sovrapposizione normativa.

La tutela del segreto osta — di contro — a una divulgazione delle fonti fiduciarie. Una soluzione equilibrata potrebbe essere quella di indicare espressamente quando una notizia provenie da fonte riservata. In tal modo il lettore, potendo distinguere le informazioni a seconda che la provenienza sia dichiarata o meno, è in grado di assegnare diverso valore al contenuto dell'articolo.

Vorremmo concludere notando che la struttura proprietaria dei giornali italiani⁵⁶ e la scarsa indipendenza dei giornalisti lamentata da tutti gli osservatori del settore⁵⁷ non facilita certo la soluzione dei problemi discussi nel presente lavoro. Non è certo questo il luogo per proporre una disciplina contro le concentrazioni⁵⁸ e per la separazione tra imprese editoriali ed altre imprese; senza interventi in tale direzione sembra però impossibile immaginare una soluzione soddisfacente delle questioni poste, perché gli interventi specifici non consentiranno da soli di estirpare definitivamente i fenomeni della manipolazione, dell'*insider trading* e dell'abusiva sollecitazione del pubblico risparmio.

⁵⁶ Come il lettore ben sa, sul punto sono stati spesi tali fiumi di inchiostro da rendere impossibile la stesura di una nota bibliografica. Ci piace tuttavia ricordare la relazione di E. FORCELLA, in *Rapporti tra potere economico e informazione*, Milano, 1974, in cui viene dimostrato come gli editori « puri » siano stati un'assoluta eccezione nella storia della stampa italiana, e quanto lontane siano le radici del dibattito sulle concentrazioni nella stampa sin dalla proposta di legge del gruppo parlamentare socialista per la costituzione di una commissione parlamentare d'inchiesta sul finanziamento della stampa discussa alla Camera il giorno del disastro di Caporetto. Ci piace anche trascrivere alcune parole di fuoco con cui Giampaolo Pansa ha descritto la situazione del giornalismo economico nel capitolo di *Carte false* intitolato « Gli imbonitori »: « Gli oggetti dell'informazione economica sono ormai diventati i proprietari dell'informazione-informazione, ossia di tutta l'informazione. E il protagonista di una notizia o di un'inchiesta è sempre più spesso il datore o uno dei datori di lavoro del giornalista che ha l'incarico di scriverla, il padrone o uno dei pa-

droni del giornale che (forse) la pubblicherà » (p. 128). Tale circostanza rende il boom del giornalismo economico-finanziario « un boom sorvegliato, controllato, governato, pilotato, usato, condizionato, manipolato » (p. 126). Si rimanda, per ogni ulteriore richiamo per questioni giuridiche, a G. CORASANITI, *Trasparenza, pluralismo, interventi pubblici nella disciplina delle imprese editoriali*, Padova, 1988, e R. LANZILLO, *Le comunicazioni di massa*, Torino, 1990 e, per la conoscenza dei dati di fatto, alle relazioni del garante.

⁵⁷ Cfr. *I limiti dell'informazione economica in Italia*, atti del seminario pubblicati in *Problemi dell'informazione*, 1987, p. 335 ss.; CENSIS, *L'informazione economica in Italia*, cit., *passim*; Domsoskopea, *L'informazione finanziaria in Italia*, cit., *passim*; P. MURIALDI-S. ROVENTI, *Giornalisti e mass-media per l'informazione economica e finanziaria*, cit., *passim*.

⁵⁸ Da ultimo F. GHEZZI-M. NOTARI, *La disciplina della concorrenza nei settori dell'informazione: profili comparatistici*, Collana Studi & Ricerche LACEF - Università Bocconi, Milano, 1990.