

PARTE I

**GENESI ED EVOLUZIONE  
DELLA FATTISPECIE DI *INSIDER TRADING***



## CAPITOLO I

# L'INSIDER TRADING NELL'ORDINAMENTO STATUNITENSE

SOMMARIO: 1. Premessa sull'oggetto di indagine. – 2. Alle origini dell'*insider trading*. – 2.1. Un punto di svolta: il caso *Strong v. Repide*. – 2.2. Il *Securities Exchange Act* e le *rules* relative all'*insider trading*. – 3. L'elaborazione interpretativa della *rule* 10b-5: dalla *equal access doctrine* alla *Classical Theory*. – 3.1. L'orientamento restrittivo della *Supreme Court*: la sentenza sul “caso *Chiarella*” e il ripudio del *market egalitarianism*. – 3.2. Gli ulteriori sviluppi della *Classical Theory*: il “caso *Dirks*” e la figura del *participant after the fact*. – 3.3. Alcune considerazioni riassuntive: i tratti salienti della *Classical Theory*. – 4. La *Misappropriation Theory*: dalla *dissenting opinion* del giudice *Burger* alla sentenza *O'Hagan*. – 4.1. Le *rules* emanate dalla SEC in seguito alla sentenza *O'Hagan*. – 5. I recenti sviluppi giurisprudenziali in tema di *tipper-tippee liability*. – 6. Il progetto di riforma organica dell'*insider trading*. – 7. Considerazioni di sintesi sulle principali questioni problematiche ancora aperte.

### 1. Premessa sull'oggetto di indagine.

La fattispecie di *insider trading*, intesa come figura di reato a sé stante che punisce la condotta di colui che sfrutta indebitamente informazioni riservate per compiere attività di *trading* sul mercato finanziario, è nata negli Stati Uniti d'America all'inizio del secolo scorso ed è stata negli anni successivi compiutamente elaborata dalla giurisprudenza di quel Paese attraverso un'intensa attività di ricostruzione interpretativa di alcune *rules* contenute nel *Securities Exchange Act of 1934* (abbreviato per consuetudine in “SEA”). Il “modello” statunitense di contrasto alle pratiche di *insider trading*, nelle sue più recenti acquisizioni, ha fortemente influenzato il successivo sviluppo della legislazione comunitaria in materia di “abusi di mercato”, dando vita ad un fenomeno denominato di “americanizzazione” del diritto penale economico europeo<sup>1</sup>, in forza del quale «le soluzioni adotta-

---

<sup>1</sup> Su tale fenomeno v., in particolare, A. NIETO MARTÍN, *Américanisation ou européani-*

te nei Paesi occidentali in tema di criminalità degli affari (e non solo) tendono sempre più a riflettere linee di politica criminale affermatesi negli Stati Uniti d'America»<sup>2</sup>.

Tale fenomeno non ha comportato, com'era del resto prevedibile, la pedissequa importazione di singole norme o soluzioni interpretative specifiche, anche in ragione delle notevoli differenze "strutturali" intercorrenti tra ordinamenti di *common law* ed ordinamenti di *civil law*, ma ha dato impulso ad un movimento legislativo di riforma del diritto penale del mercato finanziario che, traendo diretta ispirazione dal sistema statunitense, anche sotto il profilo della necessità di un diverso "approccio giuridico all'economia", si propone di elaborare strategie di contrasto agli "abusi di mercato" sempre più efficaci e condivise a livello comunitario.

Come è stato lucidamente osservato, «quelli che circolano sono i tratti fondamentali di un sistema normativo, depurati dalle componenti più tipiche del paese di origine», e ciò perché «il modello importato viene sempre recepito attraverso la mediazione della cultura giuridica e degli schemi operativi del diritto nazionale, finendo così per essere rielaborato in modo originale»<sup>3</sup>. E infatti il paradigma configurativo dell'*insider trading* adottato in molti paesi dell'Unione europea, compresa l'Italia, presenta rilevanti differenze rispetto a quello elaborato negli USA<sup>4</sup>.

Nondimeno, in tutti i passaggi "chiave" del processo di sviluppo e armonizzazione di una disciplina eurounitaria dell'*insider trading* si colgono gli influssi del sistema nordamericano, a partire dal "momento genetico" di tale processo, che viene tradizionalmente individuato nella *Convention on Insider Trading* del Consiglio d'Europa (firmata a Strasburgo il 29 aprile del 1989). Già leggendo i *considerando* di quest'ultima Convenzione, si può notare che essa assumeva tra i suoi principali obiettivi di tutela l'esi-

---

*sation du droit pénal économique*, in *Rev. sc. crim.*, 2006, 767 ss.; nonché R.A. KAGAN, *Globalization and legal change: The "Americanization" of European law?*, in *Regulation & Governance*, 2007, 1, 99 ss., e D. LANGEVOORT, *Structuring securities regulation in the European Union: lessons from the US experience*, in AA.VV., *Investor protection in Europe: corporate law making, the MiFID and beyond*, ed. by G. Ferrarini, E. Wymeersch, Oxford University Press, 2006, p. 485 ss. Anche F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, parla di un fenomeno di «armonizzazione delle istituzioni e del diritto dell'economia, anche di quello penale, negli ordinamenti europei», sottolineando che «la disciplina predisposta dalla direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, dal punto di vista dei contenuti normativi, può essere vista proprio come un avvicinamento al modello americano» (30 s.).

<sup>2</sup>V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Agg., I, Torino, 2008, 571 ss. (il passo citato è a p. 576).

<sup>3</sup>Così, ancora, F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 34.

<sup>4</sup>Per un'analisi comparativa v., in particolare, M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review*, 2015, 11, 554 ss.

genza di garantire agli investitori *equality of opportunity* ed *equal access* alle informazioni sui titoli finanziari, mutuando apertamente concetti e “beni giuridici” che si erano affermati nella giurisprudenza statunitense sul c.d. *market egalitarianism* a partire dagli anni '60 del secolo scorso<sup>5</sup>.

Altrettanto può dirsi in relazione alla prima Direttiva europea sull'*insider trading* (Direttiva 89/592/CEE) che, per fare solo un esempio, riproduceva nella norma definitoria della “*inside information*” i caratteri essenziali della nozione di *material, non-public information*, così come elaborata nel corso degli anni precedenti dalla giurisprudenza USA<sup>6</sup>. E ancora, merita annotazione il fatto che la Direttiva c.d.tta MAD I<sup>7</sup>, pur discostandosi da un modello di incriminazione “*relationship based rationale*” come quello statunitense, risentiva fortemente, nell'individuazione dei soggetti attivi “qualificati”, della bipartizione nordamericana tra *corporate* e *constructive* (o *temporary*) *insiders*. E gli esempi potrebbero continuare.

Alla luce di quanto sinora detto, appare senz'altro condivisibile l'auto-revole affermazione secondo cui «qualsiasi indagine sulla problematica dell'*insider trading* non può non prendere le mosse dal sistema statunitense sia per motivi di ordine storico – trattandosi del più antico modello normativo vigente – sia perché tale disciplina ha direttamente influenzato tutte quelle successivamente introdotte presso altri ordinamenti»<sup>8</sup>. Nell'impostare una riflessione adeguatamente approfondita e consapevole sulle prospettive di riforma dell'*insider trading* e sui possibili modelli alternativi di tipizzazione di tale reato, dunque, non si può prescindere dal volgere lo sguardo verso l'esperienza statunitense: solo attraverso un'attenta disamina di quel sistema, infatti, sarà possibile comprendere appieno il successivo sviluppo della disciplina eurounitaria ed italiana *in subiecta materia*<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> Questo filone interpretativo è stato poi gradualmente abbandonato dalla *Supreme Court* e può dirsi oggi essenzialmente superato. A. NIETO MARTÍN, *Américanisation ou européanisation*, cit., 772, fa notare che la Convenzione di Strasburgo del 1989 è stata elaborata con l'ausilio e la collaborazione di osservatori nordamericani.

<sup>6</sup> Sull'elaborazione di tale, rigoroso criterio, e sulla giurisprudenza in tema di *equal access*, ci soffermeremo più avanti.

<sup>7</sup> MAD è acronimo di *Market Abuse Directive*. Ci torneremo ampiamente più avanti, nell'ambito del capitolo dedicato all'evoluzione normativa dell'*insider trading* nell'Unione europea.

<sup>8</sup> S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 91. Anche secondo S.D. ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica*, I, in *Dir. comm. int.*, 1996, 831 s., «La regolamentazione negli Stati Uniti d'America dell'*insider trading* rappresenta per l'interprete domestico una irrinunciabile occasione di confronto con una disciplina non solo ricca e risalente ma soprattutto specchio emblematico di aporie ed incertezze a cui ogni sforzo normativo in ordine al fenomeno in esame sembra ineludibilmente legato e che giustifica il persistente interesse della dottrina su un tema che registra ormai, anche in ambito domestico, un certo “affollamento”».

<sup>9</sup> Per uno sguardo di insieme sulla legislazione statunitense (e non solo) in materia di

## 2. *Alle origini dell'insider trading.*

Nell'ordinamento nordamericano l'*insider trading* è stato fin dall'origine inquadrato nella categoria dogmatica e criminologica della "frode". Ed invero, quando questa figura criminosa ha iniziato ad affiorare e a delinearsi sempre più compiutamente nella giurisprudenza delle *lower federal courts*, agli inizi del XX secolo, il nucleo centrale di disvalore del fatto veniva identificato, non già nello sfruttamento (in sé e per sé considerato) di un privilegio informativo per compiere operazioni di borsa, bensì nella condotta di *trading on inside informations* commessa con *fraud* o *misrepresentation* nei confronti della società emittente gli strumenti finanziari. I tratti caratterizzanti di questa fattispecie di creazione giurisprudenziale erano essenzialmente due: a) la necessaria connotazione fraudolenta della condotta; b) la delimitazione del raggio applicativo del reato ai soli rapporti tra i *corporate insiders* (che allora venivano identificati pressoché esclusivamente con i *directors* e con gli *officers* di grado più elevato) e le società in cui essi rivestivano un ruolo apicale. Ciò si spiega con il fatto che, agli inizi del XX secolo, «era ancora vigente il principio di *common law* che impone un dovere fiduciario ai dirigenti societari solo quando essi trattano con la società e non anche con gli azionisti»<sup>10</sup>. Tale principio, comunemente noto con la denominazione di "*majority rule*"<sup>11</sup>, fu poi superato dalla giurispru-

---

*market abuse*, v., da ultimo, D.J. CARTANO, *Sec Rule 10b-5 and Insider Trading*, New York, 2020; nonché E. HERLIN-KARNELL, N. RYDER, *Market Manipulation and Insider Trading: Regulatory Challenges in the United States of America, the European Union and the United Kingdom*, Oxford, 2019, e M. VENTORUZZO, *The Concept of Insider Dealing*, in M. VENTORUZZO, S. MOCK (a cura di), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2017, 15 ss. Per una interessante ed agile disamina comparativa, cfr. G.I. ZEKOS, *Insider Trading under the Eu, Usa and English Laws: A well recognised necessity or a distraction*, in *Managerial Law*, 1999, v. 41, 1 ss.

<sup>10</sup> Così, ancora, S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., p. 93 s.

<sup>11</sup> L'applicazione di tale principio portava «ad escludere qualsiasi responsabilità degli *insider* societari nei confronti dei detti azionisti. Fossero anche soggetti che vendevano le loro partecipazioni in transazioni "face to face" fuori borsa»: S.D. ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, I, cit., 833. La c.d.tta *majority rule* ha trovato consacrazione nella giurisprudenza nordamericana con la pronuncia *DuPont v. DuPont*, 250 U.S. 642 (1919), ma si fa tradizionalmente risalire ad una celebre sentenza della *High Court of Justice* di Londra: *Percival v. Wright*, 2 Ch. 421 (1902). Al riguardo, v. in part. L. LOSS, *The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate "Insiders" in the United States*, in *The Modern Law Review*, 1970, v. 33, n. 1, 34 ss., il quale osservava criticamente: «*although one might call this elevation of the corporate ghost (the persona ficta) over the flesh-and-blood owners of the company a monument to the ability of lawyers to hypnotise themselves with their own creations, and although a number of American courts have either abandoned the Percival concept or achieved much the same result by paying lip service to it but finding "special circumstances"*, *Percival is still commonly (if erroneously) said to represent the "majority rule" in the United States as common law*» (40 s.). Ad avviso di H.L. WILGUS, *Purchase of Shares of Corporation*

denza della *Supreme Court* prima ancora dell'emanazione del SEA (sul punto, v. *infra*, § 2.1 ss.).

Questo modello originario di inquadramento dell'*insider trading*, incentrato sulla "frode", ha pesantemente condizionato tutta la successiva elaborazione dottrinale e giurisprudenziale del reato, nonché la sua evoluzione normativa, atteso che il criterio della "violazione di un rapporto fiduciario" (e il correlato schema di incriminazione c.d. "*relationship based rationale*") ha assunto nel corso degli anni una sempre maggiore centralità, rappresentando «il solo elemento capace di colpevolizzare il silenzio altrimenti neutro nelle fattispecie di "*fraud*"»<sup>12</sup>.

In effetti, la fattispecie di *insider trading* inizialmente delineata dalla giurisprudenza statunitense si caratterizzava per un perimetro applicativo assai angusto: da un lato, l'accertamento della "frode" nei sistemi di *common law* richiedeva (e richiede tuttora) la prova di numerosi e stringenti requisiti<sup>13</sup>; dall'altro lato, la "nuova" figura di reato non risultava applica-

---

*by a Director from a Shareholder*, in *Michigan Law Review*, 1910, v. 8, n. 4, 267 ss., la regola per la quale gli amministratori di società non sono gravati da un *fiduciary duty* nei confronti dei singoli azionisti trarrebbe origine da una sentenza ancor più risalente – *Smith v. Hard*, 12 Met. (Mass.) 371, 46 Am. Dec. 690 (1847) – nella quale si trovano affermati i seguenti principi: «1) *the corporation is a distinct person in the law, in whom the whole stock and property are vested*; 2) *the individual members have no right to intermeddle with the property, simply because they are not the legal owners of it*; 3) *injury done to the capital stock by impairing its value is not in the first instance a damage to the stockholder*; 4) *shares do not constitute a legal estate and property, but a qualified, equitable interest, and an injury done to the stock is not an injury to such separate interest but to the whole body of stock-holders in common*». Emblematica, al riguardo, l'opinione del presidente di giuria *Shaw*, secondo cui «*there is no legal privity, relation, or immediate connection between the holders of shares in a bank, in their individual capacity on the one side, and the directors of the bank on the other. The directors are not the bailees, factors, agent, or trustee of such individual stock-holders*».

<sup>12</sup> S.D. ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, cit., 833.

<sup>13</sup> Più specificamente, secondo un'impostazione teorica tradizionale occorrono cinque requisiti perché risultino integrati gli estremi della frode: 1) falsa rappresentazione di un fatto rilevante; 2) consapevolezza di tale falsità; 3) intenzione di indurre altri ad una condotta attiva od omissiva; 4) giustificabile affidamento della controparte; 5) danno a carico di quest'ultima. Cfr., al riguardo, W. PROSSER, *Handbook of the Law of Torts*, St. Paul (Minn.), 1971, 685 ss.; A.S. JACOBS, *The role of Securities-Exchange Act rule 10b-5 in the regulation of corporate management*, in *Cornell Law Review*, 1973, v. 59, 27 ss. (in particolare, sugli elementi della frode, p. 50 ss.). Nella giurisprudenza più recente è emersa una ricostruzione maggiormente analitica, non priva di conseguenze sotto il profilo processual-probatorio, che individua ulteriori elementi che devono formare oggetto di puntuale dimostrazione in giudizio. In quest'ottica, i requisiti della *fraud* sarebbero addirittura nove: 1) *a representation of fact*; 2) *its falsity*; 3) *its materiality*; 4) *the representer's knowledge of its falsity or ignorance of its truth*; 5) *the representer's intent that it should be acted upon by the person in the manner reasonably contemplated*; 6) *the injured party's ignorance of its falsity*; 7) *the injured party's reliance on its truth*; 8) *the injured party's right to rely thereon*; and, 9) *the injured party's consequent and proximate injury*. Cfr., a titolo esemplificativo: *Strategic Diversity, Inc. v. Alchemix Corp.*, 666 F.3d 1197 (9th Cir. 2012); *Baron v. Pfizer, Inc.*, 820 N.Y.S.2d 841 (N.Y. App.

bile alle transazioni tra *insiders* e singoli azionisti, mentre l'esperienza tratta dalla concreta fenomenologia criminosa insegna che i fatti di *insider trading* raramente arrecano danno alla società emittente, ma possono cagionare agli azionisti stessi perdite di guadagno anche ingenti nel caso in cui, come talvolta accade, questi ultimi vengano indotti a cedere all'*insider* i propri titoli senza sapere che di lì a poco vi sarà un forte aumento di valore degli stessi<sup>14</sup>.

Queste iniziali problematiche applicative sono state gradualmente superate dalla giurisprudenza statunitense, in una prima fase attraverso il criterio delle c.d.tte "*special circumstances*" (o, con espressione sostanzialmente equivalente, *special facts*) e poi, a seguito dell'inserimento nel SEA della *rule* 10b-5, attraverso una complessa opera di interpretazione evolutiva di quest'ultima disposizione.

## 2.1. *Un punto di svolta: il caso Strong v. Repide.*

La sentenza della *Supreme Court* sul caso *Strong v. Repide* ha rappresentato un passaggio-chiave nel lungo processo di elaborazione giurisprudenziale della fattispecie di *insider trading* negli USA<sup>15</sup>. In questa pronun-

---

Div. 2006), secondo le quali ciascuno dei predetti elementi deve essere provato "*with specificity and particularity*"; *Enyart v. Transamerica Ins. Co.*, 985 P.2d 556 (Ariz. Ct. App. 1998); *Small v. Lorillard Tobacco Co.*, 94 N.Y.2d 43 (N.Y. 1999). Per un quadro di insieme sulla "frode" nei sistemi di *common law*, v. E.S. PODGOR, *Criminal Fraud*, in *American University Law Review*, 1999, v. 48, n. 4, p. 729 ss.; nonché J.C. SMITH, *Fraud and the criminal law*, in *Criminal justice & Human rights: Reshaping the Criminal Justice System, Fraud and the Criminal law, Freedom of Expression*, ed. by P.B.H. Birks, *Oxford University Press*, 1995, p. 49 ss., e M. LOBBAN, *Contractual Fraud in Law and Equity*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 1997, v. 17, n. 3, 441 ss. Nella dottrina italiana v., in particolare, A. BARTALENA, *La problematica dell'"insider trading" nel diritto inglese alla luce di un recente disegno di legge*, in *Riv. soc.*, 1980, 579 ss., e S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., 94.

<sup>14</sup> Come conseguenza, ad esempio, dell'improvviso aumento di valore delle azioni di una "società bersaglio" di una *tender offer*.

<sup>15</sup> *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909). Questa pronuncia, pur non discostandosi nelle premesse dal già menzionato indirizzo giurisprudenziale, all'epoca prevalente, secondo cui in generale non sussiste un rapporto fiduciario tra amministratori e singoli azionisti (c.d.tta *majority rule*), rappresenta un importante passo avanti rispetto ad esso perché estende l'ambito di incidenza del *fiduciary duty* anche ai rapporti tra i predetti soggetti quando ricorrono condizioni e circostanze di particolare rilevanza (*special facts*). In precedenza, le Supreme Corti statali del Kansas e della Georgia, aderendo alla diversa impostazione teorica denominata *minority rule*, avevano enunciato il principio secondo cui *directors* e *officers* devono rendere edotti gli azionisti con cui contrattano di tutte le informazioni rilevanti in proprio possesso, essendo la loro posizione assimilabile a quella di un *trustee* dell'azionista con riguardo alle partecipazioni da quest'ultimo detenute nella società (si parla, in proposito, di "quasi-trustee relationship"): v., rispettivamente, *Stewart v. Harris*, 69 Kan. 498, 66 LRA 261

cia, infatti, si trovano enunciati due importanti principi di diritto, tra loro strettamente correlati, che negli anni successivi hanno dato impulso ad ulteriori e più estesi sviluppi sia a livello normativo che nella giurisprudenza delle Corti nordamericane: 1) quando ricorrono determinate circostanze (*special circumstances*) il soggetto *insider* è gravato dal c.d. *fiduciary duty*, non solo nei confronti della società di appartenenza, ma anche nei confronti dei singoli azionisti (criterio noto con la denominazione di “*special facts rule*”); 2) quando sussiste il predetto “dovere fiduciario” la condotta penalmente rilevante a titolo di *insider trading* può consistere anche nella mancata comunicazione alla controparte di informazioni rilevanti sui titoli azionari oggetto di compravendita (condotta *meramente omissiva*) e non deve necessariamente sostanziarsi in una falsa dichiarazione o nell’impiego di mezzi fraudolenti<sup>16</sup>.

La vicenda che ha formato oggetto della pronuncia in esame riguardava in effetti l’acquisto di un pacchetto azionario effettuato da un amministratore (e maggiore azionista) di una società sulla base di informazioni riservate particolarmente rilevanti. In particolare, *Repide*, in qualità di “amministratore generale” con pieni poteri di contrattazione e principale azionista (essendo in possesso di circa tre quarti dei titoli azionari) di una società, la *Philippine Sugar Estates Development Company, Limited*, proprietaria di alcuni terreni nelle Filippine, denominati *friar lands*, nel corso dell’anno 1903 condusse una trattativa per la cessione di tali terreni al Governo sta-

---

(1904); e *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 45 SE 232 (1903), in cui si trova affermato che «*a director, when dealing with a stockholder for the purchase of shares, is under the same obligation as partners, agent and other fiduciaries, to make a full disclosure of all material facts relative to the value of the property under his control, known to him and unknown to the stockholder, where the sources of information are not equally accessible to both parties*». Successivamente, il principio in base al quale sui *corporate officers and directors* grava una «*general obligation of affirmative disclosure when dealing with shareholders, in recognition of the fiduciary status that exists between them*» è stato riaffermato più volte: v., ad esempio, *Hotchkiss v. Fischer*, 136 Kan 530, 16 P.2d 531 (1933); *Adelman v. Conotti Corp.*, 215 Va. 782, 213 S.E.2d 774 (1975); *Sampson v. Hunt*, 222 Kan. 268, 564 P.2d 489 (1977).

<sup>16</sup>Secondo P. CASELLA, *Alcune osservazioni in tema di insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 796 ss., la decisione della *Supreme Court* sul caso in esame costituisce «il primo mattone di un sistema legislativo e giudiziario che è cresciuto poi, in modo non sempre ordinato, per tener conto degli sviluppi e delle modifiche che il mercato ha avuto negli anni» (799). Cfr. anche S.D. ZANNINO, *L’insider trading negli Stati Uniti d’America*, I, cit., 833, il quale pone la c.d.tta “*special facts rule*”, enunciata appunto nella pronuncia *Strong v. Repide*, “alle origini del divieto di *insider trading*”. Su tale ultimo criterio e sul contenuto innovativo della pronuncia in oggetto, v. G.W. ASHFORD, JR., *Director Liability: “Special Facts” Doctrine Applied to Director in Minority Shareholder’s Sale to Third Party*, in *California Law Review*, 1963, v. 51, 626 ss.; nonché D. FINCH, R. LONG, *The Fiduciary Relation of the Dominant Shareholder to the Minority Shareholders*, in *Hastings Law Journal*, 1958, v. 9, 306 ss. Per un commento quasi immediatamente successivo alla pubblicazione della sentenza *Strong v. Repide*, v. H.L. WILGUS, *Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder*, in *Michigan Law Review*, 1910, v. 8, 267 ss.

tunitense, omettendo però di informare i soci (e gli altri soggetti apicali) circa le varie fasi di avanzamento della trattativa e le proposte della controparte. Mentre erano in corso di definizione i punti essenziali dell'accordo egli dette mandato ad una persona di sua fiducia di acquistare il pacchetto azionario in possesso dalla sig.ra *Eleanor Erica Strong* (azionista di minoranza della società) – la quale non era al corrente delle offerte al rialzo nel frattempo formulate dal Governo e riteneva anzi che la trattativa fosse in fase di stallo e che non sussistessero reali prospettive di vendita dei terreni – facendo in modo che non emergesse la vera identità del compratore. All'esito della trattativa, conclusasi con una vendita dei terreni ad un prezzo molto più elevato rispetto alla proposta iniziale, il valore delle azioni della società alienante aumentò notevolmente. In sintesi, *Repide* aveva acquistato lo *stock* azionario della sig.ra *Strong* sapendo che il valore di tali azioni sarebbe aumentato in modo “esponenziale” di lì a pochi mesi, mentre la controparte della transazione non conosceva lo stato avanzato delle trattative, né l'entità delle offerte presentate dal Governo USA: sfruttando la propria posizione di privilegio informativo, dunque, *Repide* aveva acquistato titoli azionari ad un prezzo che non rifletteva (per difetto) il reale valore che essi stavano acquisendo con l'avanzare delle trattative per la vendita delle *friar lands*.

Nel ricostruire i passaggi salienti della vicenda sottoposta al suo vaglio, la *Supreme Court* ha attribuito rilievo preminente, a fini decisori, alla condotta omissiva consistente nella mancata comunicazione di informazioni rilevanti da parte di *Repide*. Quest'ultimo aveva omesso di comunicare alla controparte fatti e circostanze che avrebbero potuto fortemente influenzare il valore dei titoli: «*In all the negotiations in regard to the purchase of the stock from Mrs. Strong, through her agent Jones, not one word of the facts affecting the value of this stock was made known to plaintiff's agent by defendant, but, on the contrary, perfect silence was kept. The real state of the negotiations with the government was not mentioned, nor was the fact stated that it rested chiefly with the defendant to complete the sale. The probable value of the shares in the very near future was thus unknown to anyone but defendant, while the agent of the plaintiff had no knowledge or suspicion that defendant was the one seeking to purchase the shares*»<sup>17</sup>.

Ebbene, alla luce dell'indirizzo interpretativo riconducibile alla c.d.tta *majority rule*, fino a quel momento prevalente in seno alla giurisprudenza statunitense, in capo agli amministratori di società, così come ai *directors* e agli altri dirigenti societari, non era configurabile alcun obbligo fiduciario nei confronti dei soci nell'ambito di transazioni *face to face*. Di conseguenza, *Repide* non poteva dirsi gravato da alcun obbligo fiduciario nei con-

---

<sup>17</sup> *Strong v. Repide*, cit., 213 U.S. 426.

fronti dell'azionista di minoranza che gli aveva venduto i titoli azionari e non era tenuto ad informare quest'ultimo circa l'andamento delle trattative per la vendita dei terreni al Governo USA: e in assenza di tale *fiduciary duty* l'omissione non avrebbe potuto integrare gli estremi della frode.

Sennonché, la *Supreme Court*, pur ribadendo in linea generale la validità della *majority rule*, enunciò il principio di diritto secondo cui, in alcune ipotesi, sussistendo particolari circostanze di fatto, l'amministratore è tenuto a rivelare al socio da cui acquista titoli azionari, prima di concludere la transazione, le conoscenze riservate di cui egli dispone e che riguardano il valore di tali azioni: «*If it were conceded, for the purpose of the argument, that the ordinary relations between directors and shareholders in a business corporation are not of such a fiduciary nature as to make it the duty of a director to disclose to a shareholder the general knowledge which he may possess regarding the value of the shares of the company before he purchases any from a shareholder, yet there are cases where, by reason of the special facts, such duty exists*»<sup>18</sup>.

Nel caso di *Repide*, la Corte ha riscontrato la sussistenza di tali *special facts*, atteso che lo stesso *Repide* non era un semplice amministratore della società, ma possedeva i tre quarti delle azioni del suo capitale; inoltre, al momento dell'acquisto dei titoli dalla sig.ra *Strong*, egli rivestiva la funzione di amministratore generale della società con pieni poteri di contrattazione, e condusse in completa autonomia le trattative che alla fine portarono alla vendita dei terreni denominati *friar lands* al Governo: «*He [si parla di Repide, n.d.s.] was not only a director, but he owned three fourths of the shares of its stock, and was, at the time of the purchase of the stock, administrator general of the company, with large powers, and engaged in the negotiations which finally led to the sale of the company's lands (together with all the other friar lands) to the government at a price which very greatly enhanced the value of the stock*»<sup>19</sup>.

L'enunciazione della *special facts rule* da parte della Corte Suprema ha rappresentato un momento decisivo nell'elaborazione giurisprudenziale dell'*insider trading* in USA: tale criterio interpretativo, infatti, ha consentito di estendere il raggio applicativo del c.d. "dovere fiduciario" anche ai rapporti tra amministratori e singoli azionisti, rendendo così configurabile la frode anche in forma omissiva, appunto *sub specie* di mancata rivelazione alla controparte della transazione di notizie rilevanti idonee ad influire sul valore dei titoli azionari. Nondimeno, nel corso degli anni successivi lo sviluppo del mercato dei titoli finanziari rese sempre più rare le transazioni *face to face*, man mano che gli scambi sulla piattaforma borsistica assume-

---

<sup>18</sup> *Strong v. Repide*, cit., 431.

<sup>19</sup> *Strong v. Repide*, cit., 431-432.

vano un carattere più diffuso e “impersonale”, e mise gradualmente in luce i limiti intrinseci dell’indirizzo ermeneutico *de quo*. Esso, infatti, risultava applicabile solo alle transazioni interpersonali tra amministratore e singolo azionista ed era circoscritto alle ipotesi di “acquisto” dei titoli da parte dell’*insider*, nonché ai soli casi in cui quest’ultimo fosse un soggetto interno alla compagine societaria. Questo approccio al fenomeno dell’*insider trading*, per quanto innovativo rispetto al passato, lasciava dunque ampi vuoti di tutela, sia sul versante oggettivo delle tipologie di operazioni realizzabili sfruttando informazioni riservate, sia sul versante soggettivo dei possibili autori del reato (ad esempio, i c.d.tti *temporary insiders* non venivano presi in considerazione).

Si rendeva dunque necessario un intervento legislativo che attribuisse consacrazione normativa ad una fattispecie di origine giurisprudenziale e delineasse la fisionomia dell’*insider trading* tenendo conto delle nuove modalità realizzative del reato e della rapida evoluzione delle piattaforme di scambio. Ma, per il vero, non furono queste esigenze di riforma a pungolare il legislatore nordamericano, bensì la grave crisi di *Wall Street* del 1929.

## 2.2. *Il Securities Exchange Act e le rules relative all’insider trading.*

Per ripristinare la fiducia degli investitori nel buon funzionamento del mercato finanziario all’indomani del *Great Crash* del 1929<sup>20</sup>, il Congresso americano varò nei primi anni Trenta del secolo scorso due importanti atti legislativi<sup>21</sup>. Nel 1933, quando ancora incombevano gli effetti recessivi della “grande depressione”, fu emanato il *Securities Act* (spesso abbreviato in SA)<sup>22</sup>, che regola il mercato *primario* dei titoli mobiliari (cioè le fasi della prima emissione, quotazione e vendita del titolo), imponendo regole di trasparenza ed apposite procedure di registrazione e di *disclosure* alle società

---

<sup>20</sup> Con questa espressione ci si riferisce al crollo della Borsa Valori avvenuto il 29 ottobre 1929 a New York, presso lo *Stock Exchange*, sede del mercato finanziario più importante degli Stati Uniti in relazione al volume delle transazioni.

<sup>21</sup> Osserva S. SEMINARA, *L’evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in S. CANESTRARI, L. FOFFANI (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?* (Atti del Convegno organizzato dall’associazione Franco Bricola, Bologna, 28 febbraio-2 marzo 2002), Milano, 2005, 219 ss., che “l’opzione punitiva” dell’*insider trading* «è stata per la prima volta adottata negli Stati Uniti sull’onda regolatoria del *New Deal*» (p. 223).

<sup>22</sup> Il cui testo integrale è reperibile sul sito ufficiale della SEC, nella sessione *investor.gov.*, nonché all’interno dello *U.S. Code*, nel sito *uscode.house.gov*, *U.S. House of Representatives, Office of the Law Revision Counsel, U.S. Code Title 15, Commerce and Trade, Chapter 2A, Subchapter I - Domestic Securities.*

emittenti<sup>23</sup>. Nel 1934 fu emanato il *Securities Exchange Act* (comunemente abbreviato, lo si è già detto, con l'acronimo SEA)<sup>24</sup> che riveste ai nostri fini maggiore interesse perché disciplina la fase delle “negoziazioni” successive alla prima emissione, cioè il vero e proprio scambio dei titoli finanziari (che avviene sul mercato c.d. *secondario*)<sup>25</sup>, ed ha istituito un importante organo centrale di vigilanza sulla Borsa Valori (dotato anche di rilevanti poteri di *rulemaking*): la *Securities and Exchange Commission* (indicata con l'abbreviazione SEC)<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Il SA ha introdotto un procedimento di registrazione imponendo alle società emittenti titoli finanziari (con alcune eccezioni) di registrare tutti i titoli emessi e venduti negli USA. In particolare, il modulo di registrazione dei titoli deve contenere obbligatoriamente almeno le seguenti informazioni: a) descrizione delle aree di attività dell'azienda; b) descrizione dei titoli offerti in vendita; c) informazioni sui titoli, se diversi dalle azioni ordinarie; d) informazioni sulla gestione della società emittente; e) bilancio annuale certificato da revisori esterni indipendenti.

<sup>24</sup> Anche in questo caso il relativo testo è consultabile sul sito ufficiale della SEC, nella sessione *investor.gov.*, nonché all'interno dello *U.S. Code*, nel sito *uscode.house.gov*, *U.S. House of Representatives, Office of the Law Revision Counsel, U.S. Code Title 15, Commerce and Trade, Chapter 2B - Securities Exchanges*. Sulle differenze e sui profili di coordinamento tra SA e SEA v., in particolare, L. LOSS., J. SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, 1995, 34 s., i quali sottolineano che «*the Securities Exchange Act of 1934 was addressed to postdistribution trading. The static disclosure of the 1933 Act was thus transposed into a philosophy of continuous disclosure through the registration of all securities traded on exchanges, with rulemaking authority in the Commission to require the filing of periodic reports by both issuers and certain insiders (directors, officers, and 10 percent holders) as well as to regulate the solicitation of proxies*» (sull'ambito applicativo del SA, 169 ss.; su quello del SEA, 389 ss.).

<sup>25</sup> Merita rilevare che il concetto di “*securities*” in USA è molto ampio e ricomprende un composito e variegato ventaglio di titoli e strumenti finanziari. La relativa definizione è contenuta nella *section 3(a)10* del SEA, ai sensi della quale «*The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security”; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing [...]*».

<sup>26</sup> La *Securities and Exchange Commission* è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza sulla Borsa Valori. La Commissione, che è stata istituita dalla *section 4* del SEA, è composta da 5 membri (*Commissioners*) che sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti previa consultazione del Senato. La creazione di tale ente di vigilanza ha rappresentato uno dei punti qualificanti del c.d. *New Deal*, inteso come insieme di provvedimenti di rilancio dell'economia americana emanati dal Congresso negli anni '30 del secolo scorso sotto la guida di *Franklin Delano Roosevelt* all'indomani del *Big Crash* del 1929. La SEC ha la propria sede centrale in Washington e si articola oggi in sei divisioni (*Corporations Finance; Econo-*

Inizialmente il SEA non conteneva specifiche norme di contrasto all'*insider trading*<sup>27</sup>. L'unica *rule* a cui si poteva far ricorso per contrastare tale fenomeno, sia pure indirettamente, è la *section 16*, recante l'intitolazione "*Directors, Officers, and principal Stockholders*", che a sua volta si articola al suo interno in varie disposizioni di dettaglio. Essa contempla una serie di misure di carattere prescrittivo e interdittivo che, vietando agli *insiders* determinate operazioni e obbligando questi ultimi a registrare e comunicare le proprie partecipazioni azionarie, possono esplicare una efficace funzione preventiva rispetto allo sfruttamento in borsa di informazioni privilegiate<sup>28</sup>.

---

*mic and Risk Analysis; Enforcement; Examinations; Investment Management; Trading and Markets*) e ben undici *Regional Offices* dislocati sul territorio federale, da Los Angeles a Chicago. I poteri della Commissione sono amplissimi, dalla vigilanza all'irrogazione di sanzioni pecuniarie e interdittive; dai poteri di indagine e di collaborazione con il *prosecutor* alle attività di giurisdizione amministrativa e di *rulemaking* (con poteri di emanare *rules* e *regulations*). Gli scopi istituzionali perseguiti dalla SEC sono sinteticamente indicati sul sito governativo (*sec.gov*): «*The mission of the SEC is to protect investors; maintain fair, orderly, and efficient markets; and facilitate capital formation. The SEC strives to promote a market environment that is worthy of the public's trust*». Sulla struttura organizzativa e sui compiti della SEC v., in particolare, F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 407 ss. Molto interessante, anche se ormai "datato", il lavoro di M.F. COHEN (che è stato presidente della SEC), *Struttura, funzionamento e compiti della SEC*, in *Riv. soc.*, 1977, 85 ss.

<sup>27</sup> Anche se risulta essenzialmente condivisibile quanto affermato da G. CARCANO, *Insider trading e analisti finanziari in una sentenza statunitense*, in *Riv. soc.*, 1985, 722 ss., il quale, richiamandosi al lavoro di B.A.K. RIDER e H.L. FRENCH, *The Regulation of Insider Trading*, London, 1979, osserva che «tutte le disposizioni del *Securities and Exchange Act* del 1934 sono, in maggiore o minore misura, rilevanti dal punto di vista della regolamentazione dell'*insider trading*» (727).

<sup>28</sup> Un'approfondita disamina della *section 16* e delle problematiche correlate alla sua applicazione si trova in L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, 1983, 604 ss. In argomento, v. anche E. TAYLOR, *Teaching an Old Law New Tricks: Rethinking Section 16*, in *Arizona Law Review*, 1997, v. 39, 1316 ss.; W.H. PAINTER, *The evolving role of Section 16 (b)*, in *Michigan Law Review*, 1964, v. 62, 649 ss.; nonché H.K. WU, *An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, in *Columbia Law Review*, 1968, v. 68, 260 ss., il quale attribuiva a questa disposizione un ruolo di assoluta centralità nella strategia di contrasto all'*insider trading* in USA: «*Most regulation of insider trading in the stock market is carried out under section 16 of the Securities Exchange Act of 1934. The purpose of this Act is to maintain free and orderly markets on national securities exchanges over-the-counter markets (1) by eliminating excessive speculation, (2) prohibiting unfair practices and manipulation, and (3) by requiring full closure of all material facts regarding shares traded. Section 16 is designed to further these purposes by regulating insider trading and eliminating abuse of inside information for profits*» (p. 260 s.). Inoltre, cfr. l'interessante analisi critica di L.D. LOWENFELS, *Section 16 (b): a New Trend in Regulating Insider Trading*, in *Cornell Law Review*, 1968, v. 54, 45 ss., che definiva la *section 16* «*one of the more widely publicized and litigated provisions of the federal securities laws*» (45). Sulle esigenze di riforma di tale sezione, v. G. SAMUELSON, *The prevention of insider trading: a proposal for revising Section 16 of the S.E.A. 1934*, in *Harvard Journal of Legislation*, 1988, 511 ss. Sulle questioni emergenti dall'applicazione della *section 16* alle società a partecipazione pubblica, v. S. THEL, *The Ge-*

In tale ottica, assumono particolare rilievo le prescrizioni contenute, rispettivamente, *sub* lett. *a*, *b* e *c* della sezione in esame.

La prima impone a determinati soggetti qualificati – rispettivamente: a) *possessori*, a titolo diretto o indiretto, *di oltre il 10% di una categoria registrata di azioni*; b) *dirigenti*; c) *amministratori* – l'obbligo di dichiarare, al momento della registrazione dei titoli o entro dieci giorni dall'assunzione della qualifica, alla SEC e alla Borsa Valori (in caso di titoli quotati) la consistenza del proprio portafoglio azionario, indicando poi con cadenza mensile le operazioni effettuate e le eventuali variazioni intervenute<sup>29</sup>; la seconda, al dichiarato scopo di impedire lo scorretto uso di informazioni ottenute dai predetti soggetti qualificati in virtù del ruolo rivestito all'interno della società emittente, dispone che i profitti conseguiti da tali soggetti attraverso sequenze di operazioni di segno inverso, acquisto e successiva vendita o viceversa, effettuate in un arco di tempo inferiore a sei mesi<sup>30</sup>, siano restituiti all'emittente mediante apposita procedura di recupero, eccettuata l'ipotesi in cui i titoli azionari siano stati acquisiti in buona fede in connessione con un debito precedentemente contratto<sup>31</sup>; la terza vieta ai

---

*nus of Section 16: Regulating the Management of Publicly Held Companies*, in *Hastings Law Journal*, 1991, v. 42, 392 ss., consultabile sul sito [http://ir.lawnet.fordham.edu/faculty\\_scholarship/679](http://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/679).

<sup>29</sup>SEC. 16. [78 p] - (a): DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS REQUIRED TO FILE - (1) «*Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission*». Come lucidamente rilevato da G. CARCANO, *Insider trading e analisti finanziari*, cit., «lo status del soggetto è il presupposto necessario per l'applicazione della norma. L'iniquità del profitto realizzato dagli *insiders* non deriva – nello spirito della *section 16* – dal semplice sfruttamento del possesso di una informazione non di pubblico dominio, ma dal fatto che questa migliore informazione è il risultato della posizione del soggetto *insider* nell'ambito della società; queste informazioni di carattere non pubblico affluiscono all'*insider* “by reason of relationship to the corporation” e devono essere utilizzate – come se fossero proprietà della società – nell'interesse di tutti gli azionisti» (728 s.). Su tali profili, v. anche V. BRUDNEY, *Insider Securities Dealings During Corporate Crises*, in *Michigan Law Review*, 1962, v. 61, 1 ss.

<sup>30</sup>Questa regola è diretta a contrastare il pernicioso fenomeno c.d. di *short swing trading*. Al riguardo, cfr. D. DARM, *Short-Swing Profits in Failed Takeover Bids - The Role of Section 16(b)*, in *Washington Law Review*, 1984, v. 59, 895 ss.; nonché, S.A. ZIESING, *Securities law short-swing trading*, in *Temple Law Review*, 1990, v. 63, 175 ss. Più di recente, S.L. LENKEY, *Insider trading and the short-swing profit rule*, in *Journal of Economic Theory*, 2017, v. 169, 571 ss.

<sup>31</sup>SEC. 16. [78 p] - (b): «*For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in*

soggetti di cui sopra (*officers, directors e substantial shareholders*) sia le vendite “allo scoperto” (*short selling*) che le *c.d.tte sales against the box*<sup>32</sup>. Merita evidenziare che la *willful violation* di tali obblighi e divieti è sanzionata penalmente dalla *section 32* del SEA<sup>33</sup>.

La *section 16* ha l'indubbio merito “storico” di aver fornito ispirazione ai legislatori di altri ordinamenti, ivi compreso quello italiano, che negli anni successivi hanno introdotto norme impositive di obblighi di registrazione e comunicazione delle partecipazioni azionarie e dei movimenti finanziari ad amministratori e dirigenti societari<sup>34</sup>. Inoltre, pur essendo precipuamente finalizzata a presidiare (anche con sanzioni penali) il rispetto dell'obbligo fiduciario gravante su determinate figure apicali nei confronti

---

*connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. [...]».*

<sup>32</sup>SEC. 16. [78 p] - (c): «*It shall be unlawful for any such beneficial owner, director, or officer, directly or indirectly, to sell any equity security of such issuer (other than an exempted security), if the person selling the security or his principal (1) does not own the security sold, or (2) if owning the security, does not deliver it against such sale within twenty days thereafter, or does not within five days after such sale deposit it in the mails or other usual channels of transportation; but no person shall be deemed to have violated this subsection if he proves that notwithstanding the exercise of good faith he was unable to make such delivery or deposit within such time, or that to do so would cause undue inconvenience or expense.*».

<sup>33</sup>SEC. 32 [78ff] - (a): «*Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation.*».

<sup>34</sup>In Italia una disciplina specifica degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni azionarie è stata inizialmente introdotta nell'ordinamento con l'art. 17 della legge 7 giugno 1974, n. 216, che imponeva ad amministratori, direttori generali e sindaci di società con azioni quotate in borsa di dichiarare per iscritto alla società stessa e alla Consob, entro trenta giorni dalla data di accettazione della nomina o dell'acquisto, le partecipazioni in titoli della società stessa o di altra da essa controllata, possedute direttamente o per mezzo di società fiduciaria o interposta persona. Tale obbligo di dichiarazione si estendeva alle azioni possedute dai coniugi non legalmente separati e dai figli minori dei soggetti sopra indicati. Oggi la disciplina della registrazione e comunicazione delle partecipazioni azionarie e delle transazioni finanziarie è contenuta ovviamente nel TUF, ed in particolare nell'art. 120.

della società di appartenenza, essa ha introdotto specifiche regole di trasparenza e di astensione da comportamenti “spregiudicati” che, riguardate come un *unicum* di disciplina, possono esplicare una funzione preventiva, in termini di disincentivazione, rispetto alle pratiche di *insider trading*. Le tre disposizioni di cui sopra sono infatti destinate ad operare sinergicamente, in un rapporto di reciproca interazione, rendendo più disagiata e meno redditizio lo sfruttamento in borsa di informazioni riservate<sup>35</sup>: da un lato, si obbligano i soggetti apicali della società emittente a dichiarare pubblicamente le proprie partecipazioni azionarie e le transazioni effettuate sui titoli della società stessa, in tal modo ponendo l'organo di vigilanza e i terzi interessati nelle condizioni di monitorare l'attività sui mercati finanziari di coloro che “istituzionalmente” detengono informazioni riservate e di individuare eventuali operazioni sospette e/o veri e propri comportamenti illeciti; dall'altro lato, si vietano determinate operazioni che, secondo il parametro dell'*id quod plerumque accidit*, sono sintomatiche dell'indebito sfruttamento di informazioni privilegiate, nel contempo prescrivendo una sorta di “automatismo restitutorio” degli *short-swing profits* conseguiti attraverso tali operazioni<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Il rapporto di reciproca interdipendenza operativa intercorrente tra queste tre disposizioni è lucidamente evidenziato da D.C. COOK, M. FELDMAN, *Insider Trading under the Securities Exchange Act*, in *Harvard Law Review*, 1953, v. 66, n. 3, 385 ss., secondo i quali «that section [appunto la section 16, n.d.s.] provides for three types of sanctions against such activities. These might generally be described as publicity to trading, purging of profits, from certain transactions, and prohibition of certain sales. Subsection (a) is based upon the theory that if such transactions were publicized they would be discontinued. It provides that each officer and director of a corporation with securities registered on a national securities exchange, and each beneficial owner of more than ten per cent of any class of registered equity security, shall file with the Commission and the exchange an initial report showing his holdings in the company's equity securities and an additional report for each month thereafter in which changes occur in his holdings. Subsection (b), which is based upon the theory that if the possibility of profit were removed, short-swing trading by insiders would be discontinued, provides that the profits obtained by an insider from transactions completed within six months in equity securities of the corporation with which he is associated may be recovered by the corporation or by any security holder suing in behalf of the corporation. Subsection (c) imposes an absolute prohibition upon certain sales, making it unlawful for insiders to sell their securities short or to engage in the practice of “selling against the box”, a system whereby a person sells securities and then borrows securities to meet his commitment, hoping to purchase the securities later at a lower price for delivery to his creditor» (386 s.).

<sup>36</sup> Al riguardo, cfr. S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., 252 s., secondo cui «la trasparenza dei possessi mobiliari è in grado di assicurare un efficace deterrente contro lo sfruttamento in borsa di informazioni riservate ed inoltre consente ad ogni interessato di seguire l'attività dei detentori “istituzionali” di notizie interne alle società sia per ricavarne utili indicazioni di investimento che per accertare eventuali fatti illeciti; a ciò è da aggiungere, ovviamente, la maggiore facilità per l'autorità di controllo di acquisire gli elementi che, ove venissero rilevate anomalie all'interno di singole transazioni o nell'andamento dei titoli cui esse si riferiscono, costituirebbero la base per le successive indagini». R. ALESSI, «Market

Nondimeno, questa *rule* ha avuto nel corso degli anni un'applicazione sporadica come diretto strumento di contrasto all'*insider trading*, sia perché il suo raggio di operatività è assai circoscritto, soggettivamente e temporalmente<sup>37</sup>, sia perché la finalità precipua a cui essa è destinata consta nel prevenire situazioni di conflitto di interessi e di scorrettezza gestionale (a scopo di profitto personale) dei dirigenti e amministratori, rafforzando i meccanismi di controllo soprattutto a livello endo-societario, e non nel contrastare sul piano generale lo sfruttamento di *inside informations* nelle operazioni negoziali compiute sui mercati finanziari. Del resto, l'obbligo di restituzione dei profitti alla società emittente gli strumenti finanziari nelle ipotesi di *short swing selling* di cui alla lett. *b* insorge in modo pressoché automatico, a prescindere dalla effettiva utilizzazione delle informazioni privilegiate da parte dell'*insider*, di talché la *ratio* di tutela della *section 16* sembra incentrarsi più sulla prevenzione di condotte lesive degli interessi economici della società di appartenenza dell'*insider* che sulla stigmatizzazione dell'indebito sfruttamento di informazioni privilegiate da parte di quest'ultimo<sup>38</sup>.

---

*egalitarianism*» e «*insider trading*», in *Riv. soc.*, 1980, 942 ss., fa notare come in questo caso il legislatore statunitense abbia introdotto nell'ordinamento una presunzione *iuris et de iure* circa lo sfruttamento di informazioni privilegiate, atteso che la *section 16(b)* «prevede una illiceità automatica allorché la vendita e l'acquisto delle stesse azioni da parte di un amministratore, di un funzionario della società o di un socio titolare di più del 10% del pacchetto azionario, avvengano nell'arco di sei mesi. Esiste una presunzione assoluta che tali transazioni siano state compiute in base ad informazioni non pubbliche, per cui la responsabilità è immediata» (943).

<sup>37</sup> Come osserva S.D. ZANNINO, *L'insider trading negli Stati Uniti d'America*, I, cit., la *section 16* presenta «evidenti limiti soggettivi», atteso che sono inclusi nella fattispecie solo *high level insiders* mentre restano «fuori dalla sua portata lo scambio di informazioni reciproco tra *managers*, il c.d. *back scratching*» e il «commercio dei congiunti degli *insiders*», nonché limitazioni temporali correlate all'intervallo in cui opera il divieto di *short selling* (835). In effetti, non rientrano nel perimetro applicativo della *section 16* né i *temporary insiders*, cioè coloro che non rivestono cariche sociali ma vengono a conoscenza di informazioni privilegiate in virtù della propria attività professionale (avvocati, consulenti, revisori contabili, etc.), né i *tippees* (o *insiders* «secondari»), cioè coloro che ricevono la notizia riservata da chi ha avuto accesso diretto alla notizia stessa. Inoltre, la *rule* in esame può trovare applicazione solo quando la notizia riservata concerne i titoli della società di appartenenza dell'*insider* (*corporate informations*), non tenendo conto del fatto che chi riveste ruoli apicali in una società può accedere anche a notizie riservate concernenti altri strumenti finanziari (*market informations*).

<sup>38</sup> Questo aspetto è emerso con particolare evidenza già pochi anni dopo l'entrata in vigore del SEA, con la pronuncia *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F2d 231 (2d Cir. 1943), nella quale si trova affermato che le prescrizioni della *sec. 16 (b)* trovano applicazione anche a prescindere dall'avvenuto sfruttamento di informazioni riservate da parte del soggetto agente e persino nel caso in cui quest'ultimo, al momento delle operazioni *short swing trading*, non fosse in possesso di tali informazioni. Su tale automatismo applicativo cfr., in particolare, L. LOSS, *The Fiduciary Concept*, cit., che osserva: «*there is no requirement that the*

L'influsso di maggior rilievo che questa *rule* ha esercitato sulla giurisprudenza statunitense in materia di *insider trading* concerne in realtà l'individuazione dei soggetti attivi del reato. Ed invero, per un lungo periodo la categoria concettuale dell'*insider* "primario" è stata ricostruita a livello interpretativo con riferimento pressoché esclusivo alle tre figure apicali indicate nella *section 16*, ossia, rispettivamente, i *controlling shareholders*, gli *officers* e i *directors*. Ed anche negli anni successivi, quando con la *footnote 14* della sentenza sul caso *Dirks vs SEC* è stata compiutamente delineata la figura del *constructive insider* (denominato oggi, più comunemente, *temporary insider*), la *section 16* ha continuato a rappresentare il principale punto di riferimento per la corretta messa a fuoco del concetto di *corporate insider*.

Ma il più efficace strumento normativo di contrasto al fenomeno dell'*insider trading* negli USA è costituito senza alcun dubbio dalla *rule 10b-5*, emanata dalla SEC nel 1942, nell'esercizio dei suoi poteri di *rulemaking*, sulla base della delega generica contenuta nella *section 10b* del SEA, che appunto attribuisce a tale organo di vigilanza il potere di adottare, al fine di prevenire frodi e manipolazioni, le *rules or regulations* ritenute necessarie «*in the public interest or for the protection of investors*»<sup>39</sup>. La genesi di questa *rule*, per il vero, è legata all'esigenza di colmare il vuoto normativo lasciato dal combinato disposto di due norme: la *section 17 (a)* del *Securities Act* del 1933 (c.d. SA) e la *section 15 (c)* del SEA.

---

*plaintiff show any use of inside informations. Recovery is automatic; usually there is nothing to litigate*» (38). In argomento, v. ancora S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., ad avviso del quale la fattispecie di cui alla lettera *b* della *section 16* «è costituita da elementi puramente obiettivi, ove non rileva né l'atteggiamento psicologico dell'agente né l'effettivo sfruttamento di particolari informazioni: come si espresse il legislatore – e come successivamente ha ribadito la *Supreme Court* – trattasi solo di una "brutale regola fondata sull'esperienza"» (p. 266). L'illustre Autore mette anche in luce l'estrema severità della *section 16* sul piano risarcitorio, nel senso che il profitto da restituire alla società non è quello realizzato dall'*insider* nel caso concreto (è irrilevante il risultato effettivo dell'operazione, che potrebbe anche essersi conclusa in perdita) bensì quello che si sarebbe potuto realizzare con una ottimale utilizzazione della situazione di mercato (criterio c.d. del "*lowest price in highest price out*"). Un giudizio critico nei confronti della estrema severità della *section 16 (b)* è espresso da L.D. LOWENFELS, *Section 16 (b): a New Trend in Regulating Insider Trading*, cit., secondo cui «*in many ways section 16 (b) has become the very antithesis of what the legislature intended. Instead of a bar to the realization of profits by corporate insiders from speculative abuses of inside informations, it has become a trap for unsophisticated and poorly counseled businessmen innocently engaged in mergers, reclassifications or conversions of securities*» (64); e, sia pure con toni pacatamente ironici, da L. LOSS, *The Fiduciary Concept*, cit., secondo cui la *section 16* «*is apt to be viewed as a typical example of native American radicalism*» (37). Secondo G. CARCANO, *Insider trading e analisti finanziari*, cit., «la norma [allude alla *section 16(b)* – n.d.s.] nella sua durezza, nella sua "automaticità", ha mostrato alcune gravi lacune: la principale risiede nel fatto che moltissimi soggetti e moltissime pratiche di sfruttamento dell'informazione riservata rimangono al di fuori del suo ambito di applicazione» (729).

<sup>39</sup>SEC *Securities Exchange - Act Release* No. 3230 (May 21, 1942), 7 Fed. Reg. 3804 (1942).

La prima era diretta a sanzionare le condotte fraudolente commesse nella vendita o nell'offerta di valori mobiliari ma non si estendeva alle ipotesi di acquisto dei titoli da parte dell'*insider*; la seconda ricomprendeva sia le ipotesi di vendita che le ipotesi di acquisto dei titoli finanziari ma si rivolgeva esclusivamente ai *securities brokers* e ai *securities dealers* operanti sui mercati *over the counter*<sup>40</sup>. Si rendeva quindi necessario introdurre una *rule* che disciplinasse anche le ipotesi di acquisto di titoli sui mercati regolamentati (senza limitazioni correlate a specifiche figure di operatore finanziario), anche perché, a livello empirico-criminologico, i primi casi di *insider trading* giunti al vaglio dell'autorità giudiziaria constavano proprio nell'acquisto di titoli azionari da parte dell'*insider* sulla base di informazioni riservate di cui la controparte dell'operazione (azionista venditore) non era a conoscenza<sup>41</sup>.

Ad una prima lettura della *rule* 10b-5, per il vero, può risultare difficile scorgere gli estremi dell'*insider trading* per come oggi lo conosciamo: (§ 240.10b-5 *Employment of manipulative and deceptive devices*) «*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange: (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud; (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security*»<sup>42</sup>.

Siamo infatti in presenza di una disposizione ad impianto prevalentemente schematico che delinea in modo generico e quasi “onnicomprensivo” alcune tipologie di condotta fraudolenta e mira a reprimere l'impiego

---

<sup>40</sup> Questo “vuoto normativo” è spiegato con particolare chiarezza da L. LOSS, *The Fiduciary Concept*, cit., 42.

<sup>41</sup> Come afferma D.J. BACASTOW, *Due Process and Criminal Penalties under Rule 10b-5: the Unconstitutionality and Inefficiency of Criminal Prosecutions for Insider Trading*, in *Journal of Criminal Law and Criminology*, 1982, v. 73, 96 ss., «*until the adoption of this provision, the rules proscribing fraud in the purchase of securities had applied only to brokers and dealers. By combining the jurisdictional language of section 10(b) with the substantive language of section 17(a) of the 1933 Act, Rule 10b-5 reached fraud committed by “any person” in the “purchase or sale” of any security. As evidenced by the Commission’s release issued contemporaneously with the rule, 10b-5 represented a deliberate effort by the SEC to reach fraud by purchasers as well as fraud by sellers, within the statutory framework of section 10(b)*» (100).

<sup>42</sup> 17 C.F.R. § 240.10b-5. Il testo è disponibile sul sito [www.ecfr.gov](http://www.ecfr.gov) (*The Electronic Code of Federal Regulations*), Title 17- Commodity and Securities Exchange - Chapter II - Securities and Exchange Commission - part 240 - General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934.