

2 0 0 8



**Seminario
interdisciplinare
sul tema
Etica, economia e
diritto**

Genova, 12 dicembre 2008

Gian Giacomo Peruzzo

**Diritto, etica, economia e
l'obbligo di informazione nel
diritto dei mercati finanziari
statunitense**

SOMMARIO: 1. *Il tentativo di definire l'etica come bene comune* – 2. *Etica e interesse privato* – 3. *Etica e diritto* – 4. *L'obbligo di informazione nel diritto dei mercati finanziari* – 5. *La proprietà dell'informazione* – 6. *Differenze applicative delle teorie sulla proprietà dell'informazione*

1. Il tentativo di definire l'etica come bene comune

Ai fini della prima parte della relazione, ritengo opportuno introdurre l'argomento fra etica, diritto ed economia partendo dalla constatazione della difficoltà a definire la nozione di bene comune, cui spesso si fa riferimento per individuare l'etica.

Nella seconda parte mi propongo di esaminare l'istituto della *disclosure* nel diritto statunitense, cioè del dovere delle società quotate (cd. emittenti) di comunicare al mercato le informazioni rilevanti (cd. *price sensitive*), con particolare riferimento alle diverse implicazioni etiche e giuridiche che le varie interpretazioni date dalla dottrina in merito alla nozione di informazione (informazione come bene comune ovvero come bene privato) comportano.

L'interazione fra etica e diritto viene spesso intesa come il rispetto delle regole atto a salvaguardare (e tendenzialmente incrementare) il bene comune. Quest'ultimo concetto non viene però definito compiutamente: da un lato si può avanzare che trattasi di una condotta ispirata a correttezza e buona fede, dall'altro si può supporre

che si tratti della disponibilità dei singoli a rinunciare in parte al proprio interesse a beneficio della collettività (*commitment*) (Cooter R., *Normative Failure Theory of Law*). Da un altro punto di vista non appare errato sostenere che il bene comune riguarda in qualche modo anche la distribuzione delle risorse disponibili (ad es. lo sfruttamento del mare, dello spazio). La varietà di significati denotati da bene comune rende evidente la difficoltà di confezionare una definizione del medesimo: il rischio è di presentare un concetto troppo generico ovvero troppo ristretto. Anche il tentativo di considerare il bene comune come elemento antagonista all'interesse privato non garantisce grandi certezze. Si prenda ad esempio il significato di mercato concorrenziale: con esso si indica un mercato in cui non vi sono distorsioni, vale a dire un mercato in cui non vi sono intese ed in cui nessuno degli attori è in grado (per questioni tecnico-industriali o regolamentari) di sfruttare a danno dei concorrenti (concorrenza orizzontale) e delle controparti (concorrenza verticale) la propria posizione dominante. In questa situazione si verificano diverse situazioni positive: la prima è che sussiste un mercato efficiente, vale a dire in cui le risorse sono allocate al meglio e, pertanto, non vi sono rendite sovra competitive a danno degli utilizzatori. La seconda è che tali condizioni di mercato realizzano una eguaglianza sostanziale fra le controparti, in quanto pongono le medesime su un piano contrattuale pressoché paritario che riduce le differenze fra le imprese (intese come soggetti organizzati dotati di grandi risorse) e gli utilizzatori (intesi come singoli privi di una sufficiente forza contrattuale idonea ad instaurare una trattativa fuori dagli standard) e che dà luogo ad una sorta di democrazia economica. Come terzo aspetto una effettiva competizione incrementa tendenzialmente le informazioni al mercato (ad es. sotto forma di pubblicità) e consente agli utenti una scelta più consapevole. Un mercato concorrenziale non rappresenta quindi solamente un vantaggio economico, bensì un più complesso strumento di evoluzione, sicuramente positivo per il bene comune. Tuttavia non va neanche dimenticato l'aspetto distruttivo della concorrenza (L.A. Schumpeter). Spesso accade che le innovazioni ed i meriti di un'impresa causino la fuoriuscita dei concorrenti: pertanto alle migliori per i consumatori sono correlate delle situazioni negative per altri soggetti, in cui rientrano i concorrenti, i lavoratori, i creditori...se per l'imprenditore il rischio di uscire sconfitti è il rovescio della possibilità di fare buoni guadagni, per i lavoratori la situazione è molto più svantaggiosa. In astratto l'impresa più efficiente dovrebbe necessitare, per fronteggiare l'espansione, di nuova forza lavoro, così da riassorbire buona parte dei lavoratori dei concorrenti. In pratica tale spostamento è non di rado assente a causa di vari fenomeni- primo fra tutti la delocalizzazione della produzione. Risulta pertanto che da un punto di vista socio politico lo sviluppo del mercato può avere ripercussioni negative: non c'è quindi da



stupirsi dell'atteggiamento della Comunità Europea che ha qualificato, arbitrariamente, come abuso di posizione dominante politiche commerciali particolarmente aggressive ma non per questo economicamente anticoncorrenziali (ad es. le vendite sottocosto), al fine di mantenere un numero minimo di imprese sul mercato (P. Giudici). Le argomentazioni giuridiche a sostegno di tale conclusioni sono alquanto fragili e nascondono, appunto, una scelta politica, dettata non solo da ragioni di "solidarietà" verso i lavoratori, bensì anche da una tendenza di trasformare il diritto della concorrenza in strumento di potere nelle mani degli organi tecnocratici della Commissione. La discutibilità di questa condotta emerge sotto due profili: l'uno afferente alla sfera economica, l'altro a quella giuridica; entrambi rivelano in maniera efficace il rapporto fra cittadini e regolatori e l'atteggiamento non sempre imparziale di questi ultimi nei confronti dei primi. La questione economica è piuttosto evidente: sostenere un mercato non realmente concorrenziale causa dei costi sociali, perché le risorse non sono allocate nel modo più efficiente. La questione giuridica consiste nel fatto che attraverso un uso distorto dello strumento regolamentare della concorrenza viene effettuata una politica redistributiva da soggetti che non ne sono legittimati (autorità amministrative, giudici) esautorando il legislatore. Le ricadute negative di un tale scompaginamento dei ruoli fra le istituzioni sono piuttosto evidenti, atteso che la valenza politica (in ambito di concorrenza) delle scelte dell'alta amministrazione è per definizione incompatibile con il requisito di imparzialità della medesima. È chiaro che una politica redistributiva volta ad incentivare il mondo imprenditoriale (conformemente alla disciplina di divieto degli aiuti di stato) non è di per sé sbagliata, ma configura un vulnus alla struttura democratica se non è rispettato il legittimo iter decisionale.

2. Etica e interesse privato

Dopo aver rilevato le difficoltà di inquadrare l'interesse comune come aspetto antagonista dell'interesse privato, resta da verificare l'opposto: se la ricerca dell'interesse privato possa contribuire all'interesse comune. Tale ipotesi è la premessa della teoria della mano invisibile del mercato, concepita da Adam Smith, che sta alla base di tutti gli studi moderni in materia di microeconomia, sui cui principi è stata elaborata, a partire dalla fine degli anni cinquanta del secolo scorso dalla cd. scuola di Chicago, la scienza dell'analisi economica del diritto. Quest'ultima ha dato un grande contributo per una nuova concezione del diritto che tenga in considerazione, oltre ai classici argomenti interpretativi, anche l'efficienza, intesa come la migliore allocazione dei diritti al fine di ottenere il maggior surplus sociale. L'analisi economica del diritto si

prefigge, quindi, una funzione di massimizzazione delle risorse per il benessere della società, tuttavia non si occupa dell'aspetto distributivo, che rappresenta senza dubbio una problematica alquanto rilevante. Questa indifferenza ha portato ad una rivisitazione dell'analisi economica del diritto: da alcuni lustri, infatti, gli studiosi tentano di integrare la suddetta disciplina con altre scienze al fine di rendere l'analisi economica del diritto un modello sempre meno astratto. Da un lato si assiste ad una sua rilettura attraverso i principi etici, dall'altro si cerca di superare la premessa di matrice neoclassica eccessivamente semplicistica che considera i soggetti agenti pienamente razionali (i.e. in grado di massimizzare al meglio le loro risorse), sostituendola con gli studi in tema di scienze cognitive, studi sui gruppi, *behavioral economic approach* (Zamie E., Medina B.). Inoltre, viene criticata la visione unicamente finalistica dell'azione umana per cui il profitto sarebbe l'unico motivo che spinge l'uomo ad agire, mentre si pone grande attenzione al valore delle scelte a prescindere dai risultati (deontologia). A tal proposito è interessante analizzare la ricostruzione effettuata da Amartya Sen del significato di interesse personale. Il premio Nobel indiano critica la prevalente impostazione dell'economia moderna- in cui l'importanza dell'approccio etico (cd. economia del benessere) si è progressivamente andata indebolendo a favore dell'approccio ingegneristico (che si occupa dei fini logistici)- perché impiegherebbe un concetto di razionalità solamente limitato alla coerenza interna nelle scelte (principio, fra l'altro, non del tutto privo di punti critici) ed alla massimizzazione dell'interesse personale. In merito a quest'ultimo aspetto sottolinea come sia del tutto incongruente affermare che la mancata massimizzazione dell'interesse personale debba per forza essere qualificata come un comportamento irrazionale: tale ragionamento significa negare all'etica un ruolo nell'effettiva assunzione di decisioni. L'interesse personale sembra quindi avere ricevuto un'attenzione ben superiore in considerazione del suo reale valore. Lo stesso Smith, al quale viene generalmente ricondotta la dottrina dell'interesse personale, aveva una concezione del comportamento umano alquanto differente da quella poi arbitrariamente attribuitagli: in primo luogo esso era determinato dalla prudenza intesa come ragione e comprensione da un lato e dominio di sé dall'altro. Smith riconosceva senza dubbio l'importanza del calcolo economico, che si traduceva nel commercio in contratti reciprocamente vantaggiosi, tuttavia non assegnava ad esso un ruolo superiore rispetto ad altre motivazioni. L'interesse personale ha poi trovato grande risalto nell'ottimalità paretiana, che si occupa dell'efficienza nello spazio dell'utilità senza prestare attenzione alle considerazioni di carattere distributivo riguardanti l'utilità. Sen sostiene che "l'utilità è nel migliore dei casi un riflesso del benessere di una persona, ma che il successo di questa persona non può essere giudicato unicamente nei termini del suo benessere", così risulta del



tutto comprensibile, una volta superato il dogma dell'esclusività dell'interesse personale, che le azioni degli individui possono benissimo essere intraprese non (solamente) sulla base di considerazioni riguardanti il benessere. È quindi fondamentale tenere distinta la variabile della facoltà di agire da quella del benessere: seppur causalmente collegate fra loro, esse esprimono due concetti diversi, entrambi correlati all'utilità. Al contrario, qualificare l'utilità come unica fonte di valore sulla base dell'identificazione tra utilità e benessere evidenzia dei grandi limiti, atteso che il benessere non è l'unica cosa che può avere valore e che l'utilità non rappresenta adeguatamente il benessere. Il ridimensionamento del ruolo dell'interesse personale inficia senza dubbio il primato dell'economia predittiva, mentre corrobora il ruolo dell'economia del benessere, la quale, pertanto, deve poter avere una qualche influenza sul comportamento effettivo. Infatti, le possibilità e le opportunità di una persona possono essere considerate intrinsecamente importanti a prescindere dai risultati effettivamente raggiunti. Questa impostazione richiede una valutazione differente dei concetti relativi alle libertà ed ai diritti che non li consideri solo come strumenti necessari per raggiungere altri beni (in particolare utilità), bensì dei valori in sé. Fra i modelli elaborati per delineare il rapporto fra etica e diritti, quello di Robert Nozick postula una visione di questi ultimi per cui le persone hanno il diritto di perseguire tutto ciò che vogliono, purché non violino le limitazioni deontologiche che impediscono loro di interferire nelle legittime attività degli altri individui. Gli aspetti critici di tale sistema- così come sostenuto da Sen- consistono nel fatto che esso prende in considerazione solo la libertà negativa, vale a dire il diritto a non subire interferenze da altri, ma non si pone il problema se sia moralmente necessario che soggetti terzi impediscano la violazione di diritti altrui. In altri termini tale teoria difetta di una visione che tenga conto dell'interdipendenza fra i diritti in seno ad una società: la posizione di Sen è quella di incorporare il valore del rispetto dei diritti e il disvalore delle violazioni dei diritti nella valutazione delle situazioni risultanti. In altri termini, così come non è accettabile l'utilitarismo che considera i diritti come dei semplici strumenti privi di un valore intrinseco, altrettanto un'impostazione solamente deontologica non offre soluzioni soddisfacenti. È pertanto necessario considerare sia il valore degli oggetti sia le conseguenze delle azioni, atteso che i due aspetti rimangono comunque distinti seppur sintetizzati nel risultato. Le situazioni, poi, non devono essere valutate in astratto, bensì analizzate in relazione alle posizioni degli individui che si apprestano ad agire, così da correlare le valutazioni morali alle posizioni individuali.

3. Etica e diritto

Altro aspetto che suscita non pochi profili critici è quello del rapporto fra etica e diritto. Infatti, a seconda degli aspetti che si prendono in considerazione, le due entità si avvicinano o allontanano sensibilmente. Senza dubbio, una delle maggiori differenze fra i due ambiti è la presenza nel diritto dell'apparato sanzionatorio, che, invece, è assente nel mondo dell'etica. Bisogna però specificare che con apparato sanzionatorio si intende un apparato sanzionatorio "istituzionale", nel senso di un meccanismo per cui l'ordinamento giuridico determina i casi che necessitano dell'intervento dello stato e le modalità del medesimo. Anche condotte prive di etica, infatti, possono suscitare reazioni sanzionatorie, come ad esempio il disinvestimento da parte di fondi istituzionali di risorse da società che entrano in mercati come quello delle armi, che tuttavia non sono codificate e, soprattutto, attivate dall'apparato statale. In astratto il diritto sembra essere dotato di una forza cogente molto superiore all'etica, in quanto garantisce (sebbene in tutti i settori del diritto i problemi di effettività siano notevoli) l'impedimento di certe condotte (e la loro eventuale punizione). L'etica è invece uno strumento di sanzione legato più che altro ad un aspetto culturale, nel senso che l'affermarsi di un certo comportamento (ad esempio cedere il posto agli anziani in coda alla posta) necessita di una presa di coscienza da parte di un certo numero di individui (cd. massa critica) e di un contesto che ne consenta la diffusione. Una volta però consolidatasi quella certa condotta, anche l'etica acquista una forza persuasiva e costrittiva del tutto rilevante. Se, invece, si prende in considerazione che il diritto ha una funzione di sintesi delle varie istanze e tendenze che compongono la società, e che dovrebbe offrire gli strumenti per conseguire il bene comune delle persone (fermo restando tutte le difficoltà definitorie di tale locuzione), risulta piuttosto evidente che le distanze con il mondo dell'etica si riducono: l'etica sarà allora parte in causa sia nella fase formativa delle norme, sia nella fase applicativa delle medesime in occasione della loro interpretazione da parte dei giudici, ancora nei casi di vuoto legislativo. Del resto il nostro ordinamento consente, attraverso le clausole generali come quella della buona fede, di fare interagire il diritto con realtà ad esso esterne, come sicuramente l'etica. In teoria il diritto dovrebbe essere etica per definizione, proprio perché dovrebbe rappresentare il momento in cui si manifesta la coesione sociale, che si concretizza nel superamento (e nell'integrazione) degli interessi di parte e cerca di offrire una regolamentazione accettabile ai più. Nella realtà non mancano però leggi o orientamenti giurisprudenziali iniqui (si pensi ad esempio alla casistica sull'anatocismo), che mettono in dubbio la bontà del diritto, che però, proprio grazie ad un costante confronto con l'etica (usando il



vocabolo per indicare giustizia, equità, coerenza), riescono ad essere corretti. La bilateralità del rapporto fra etica e diritto viene quindi sostanzialmente posta in crisi da due eventi: la promulgazione di leggi inique; l'incapacità del sistema normativo "equo" di rendere effettivi i propri precetti. Proseguendo, si può affermare che così come è vero che la produzione di leggi ingiuste crea un cattivo diritto, è altrettanto vero che la produzione di leggi giuste crea un buon diritto, che però l'ordinamento rischia di non essere in grado di fare rispettare. È però curioso rilevare che, paradossalmente, la distanza fra queste due facce del diritto sia molto piccola: infatti, in astratto, non vi è una grande differenza se la legge è buona ma nessuno è indotto a rispettarla in quanto sicuro di non essere punito, o se la legge è cattiva e consente condotte moralmente dubbie (o comunque al di sotto di uno standard equo). Nella vita reale però la legge intesa come comando non è l'unico aspetto che incide sulla scelta di condotta delle persone, bensì esistono anche convincimenti personali (altrettanto o ancor più virtuosi della legge) in base a cui i cittadini agiscono: potrà quindi ben succedere che i cittadini seguano i precetti perché li ritengono corretti, anche se, in caso di infrazione degli stessi, difficilmente sarebbero scoperti e quindi puniti; ovvero che adottino criteri più restrittivi di quelli richiesti dalla legge. È evidente che impiegare etica e diritto complica notevolmente il quadro dell'interprete, tuttavia tale scelta consente di avere una visione dell'ordinamento giuridico più aderente alla realtà: l'analisi del diritto distinta dallo studio delle scelte morali degli individui rischia, infatti, di dare un quadro parziale dei problemi e delle soluzioni. Del resto una circostanza simile è stata rilevata in riferimento all'analisi economica del diritto. Tale sofisticato strumento interpretativo, fondato sul paradigma della microeconomia (A. Mitchell Polinsky), pur rappresentando un validissimo modello di spiegazione (ed evoluzione) del diritto, parte dal presupposto (analogo a quello dell'impostazione economica di tipo neoclassico) per cui i soggetti agenti sono pienamente razionali (i.e. in grado di massimizzare al meglio le loro risorse): il che significa una visione della realtà troppo incentrata sul diritto, che trascura di tenere in conto la razionalità limitata degli agenti (R. Ellickson). Per tale motivo l'attuale tendenza della dottrina è quella di spostare la frontiera oltre (gli irrinunciabili) principi di *law & economics*, facendo interagire questi ultimi con gli studi in ambito di *behavioral economic approaches*, di studi sui gruppi e sulle scienze cognitive (C. Jolls, C. Sunstein, R. Thaler).

Il rapporto etica-diritto offre degli spunti molto utili per capire una delle grandi problematiche relative all'etica: il rischio di una multiformità della medesima, vale a dire un'etica che muta i propri contorni a seconda del contesto in cui interagisce, che rischia di essere alla mercé di determinati gruppi di potere. Un caso è quello dell'etica degli affari (Sacconi), in cui i gruppi di comando sono interessati a plasmare il diritto in base alla loro concezione etica, al

fine di imporre i loro interessi nei confronti della collettività. A riguardo Amartya Sen ha rimarcato l'importanza di un'etica generale che svolga il ruolo fondamentale di guida, sostenendo che le scelte etiche non possono essere del tutto prive di rilievo per il comportamento umano effettivo. È da evidenziare che l'etica moderna tende però a deviare verso una concezione costrittiva a discapito di una concezione educativa, così che si tenderebbe ad imporre alle persone un punto di vista esterno al soggetto morale. La distinzione fra etica intesa come valore formativo ed etica intesa come valore costrittivo può essere accostata ad un altro binomio: norme internalizzate e norme non internalizzate. Queste due categorie, elaborate nell'ambito dello studio delle *social norms* (di cui fanno parte anche le norme morali), sono volte a ricostruire le ragioni per cui l'agente si adegua ad una regola. L'internalizzazione implica la condivisione della ratio della norma, a prescindere da un'analisi costi benefici derivanti dal rispetto della medesima; la non internalizzazione, invece, implica un atteggiamento opportunistico da parte dell'agente: questi adeguerà la sua condotta alla norma solo se i costi derivanti dalla mancata osservazione della medesima (patiti nel breve periodo) saranno maggiori dei vantaggi che comporta (nel lungo periodo) l'adesione (B. Chapman). Pertanto, considerare l'etica come un mezzo di deterrenza non crea una situazione differente rispetto a quella in cui si trova l'agente che decide in base al rischio che corre nell'infrangere la legge: vale a dire non considerare il valore assoluto delle regole etiche. È da precisare che una norma non legale (i.e. sprovvista di sanzione giuridica) si trasforma in norma obbligatoria (i.e. norma non giuridica che crea danno sociale a chi non la rispetta) solo se internalizzata da un certo numero di soggetti nell'ambito della comunità (cd. massa critica): in caso contrario non esisterebbe infatti alcuna aspettativa da parte della collettività che venga posto in essere un determinato comportamento.

4. L'obbligo di informazione nel diritto dei mercati finanziari statunitensi

Nella seconda parte mi propongo di esaminare la rilevanza delle considerazioni sopra descritte (riassumibili sostanzialmente in due punti: rapporto fra etica e diritto; individuazione di "bene comune") nell'ambito della disciplina della *disclosure* nel diritto federale degli USA (v. section 10 Securities Act, rule 10b 5). La fattispecie in questione riguarda l'obbligo delle società quotate di comunicare al mercato le notizie in grado di incidere sul valore delle azioni. Le ragioni di tale regola sono piuttosto semplici: la pubblicità (e quindi disponibilità) di tutte le informazioni rilevanti crea il mercato trasparente, realizza l'uguaglianza- almeno da un profilo informativo-



degli investitori e, in base alla teoria del mercato efficiente, determina un prezzo delle azioni attendibile. Questi principi chiariscono la necessità e la finalità delle norme in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, tuttavia non danno indicazioni univoche circa la posizione (e quindi la tutela) degli investitori. Le tesi sviluppate a riguardo sono, come prevedibile, differenti. Da un lato si afferma che la pubblicazione di false informazioni lede l'affidamento che gli investitori ripongono nella trasparenza e nel funzionamento del mercato ed espone quindi le società al risarcimento dei danni verso gli investitori. In base a questa tesi le società sono obbligate ad informare correttamente il mercato e, in caso contrario, sono responsabili verso gli investitori. Un'altra prospettiva assume, invece, richiamando una visione prettamente contrattualistica della società come strumento di allocazione di *property rights*, che la questione debba essere impostata (solamente) alla luce degli obblighi fiduciari tra amministratori e soci così che, date determinate condizioni, deve essere considerata lecita la mancata comunicazione di notizie rilevanti (ovvero la comunicazione di notizie false) se tale soluzione risulta essere l'unico mezzo disponibile per proteggere il valore per gli azionisti. Una ulteriore tesi afferma che la *disclosure* è finalizzata solamente a tutelare la trasparenza del mercato per garantirne la liquidità, ma non per proteggere gli investitori.

Si ripropone quindi la questione di individuare il bene comune e stabilire se esso coincida sempre ed unicamente con l'interesse del mercato di disporre di tutte le informazioni (e nel caso chiarire se vi sia diritto alla tutela a favore dei singoli investitori) ovvero sia anche compatibile con l'ipotesi che, per il bene della società, accorda l'assoluta discrezione agli amministratori circa le comunicazioni da pubblicare. Le due scelte sono per lo più inconciliabili fra loro, atteso che l'una esclude l'altra: infatti, se anche per una volta è consentito agli amministratori di non rendere pubbliche le informazioni rilevanti che posseggono, è del tutto evidente che gli investitori non potranno mai essere certi del corretto funzionamento del mercato.

5. La proprietà dell'informazione

Ai fini della nostra ricerca, il punto da cui partire è verificare la proprietà delle informazioni rilevanti. Un filone giurisprudenziale (*Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, D. Del. 1951), muovendo dal principio che il mercato ha una funzione di equalizzatore dei poteri in campo, ha sostenuto che si tratta di bene pubblico e, di conseguenza, ha negato la proprietà dell'informazione alla società. Il mercato, quindi, opera in maniera analoga all'istituto dell'esproprio: quando le informazioni sono in grado di incidere sul

prezzo esse diventano pubbliche e, pertanto, devono essere comunicate. La ragione di ciò può essere ricondotta a quanto detto sopra circa l'esigenza di trasparenza e buon funzionamento del mercato, di cui beneficiano, senza dubbio, non solo gli investitori, ma anche le società stesse. La trasparenza informativa, infatti, incrementa la liquidità e contribuisce alla diminuzione dei costi degli scambi. Inoltre essa esprime anche un valore etico di uguaglianza fra gli investitori e di correttezza. Di opinione contraria è invece quella casistica (*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 1980) che considera le informazioni appartenenti al soggetto che le ha create: la rivelazione al mercato di informazioni rilevanti vanificherebbe le energie spese per ottenere l'informazione, esponendo la società interessata al fenomeno del *free riding* a vantaggio dei concorrenti e, ad es. nel caso delle acquisizioni, facendo aumentare il prezzo della società bersaglio, così da renderne più costosa la scalata. Questo secondo approccio ha senza dubbio una sua legittimità, in quanto tende a premiare il soggetto che ha avuto la capacità di individuare una situazione idonea a creare valore: anche da un punto di vista etico sembra una posizione sostenibile. In base a questa posizione la società non avrà nessun obbligo di comunicazione verso il mercato (ovvero avrà diritto di mentire al fine di negare l'esistenza di situazioni rilevanti in grado di incidere sui prezzi): gli amministratori dovranno, in base all'obbligo di fedeltà che lega loro agli azionisti, evitare di compiere operazioni che sfruttino le informazioni rilevanti e dovranno comportarsi in modo da massimizzare il valore delle azioni. Questa ricostruzione poggia sulla teoria dell'*hypothetical bargain approach*, per cui gli obblighi degli amministratori non sono definiti una tantum al momento dell'assunzione della carica, bensì si concretizzano ogni volta che, in base ad un ragionamento di prognosi postuma, è ragionevole immaginare che gli azionisti, se avessero immaginato quella tale circostanza, avrebbero preteso quella certa condotta. Questa visione, che richiama la dottrina contrattualistica e che considera il diritto societario come un complesso fascio di rapporti contrattuali, si presta però ad almeno due critiche, che in questa sede si possono solo brevemente accennare: a) in dottrina (M. Eisenberg) è stato rilevato che non appare del tutto ragionevole consentire alle società di negare l'esistenza di situazioni in grado di incidere sulla formazione del prezzo sul mercato, dato che questa impostazione priverebbe di qualsiasi attendibilità l'informazione societaria. Inoltre verrebbe meno la funzione espressiva della legge, così che sarebbe veicolato un messaggio per cui nulla osta alla menzogna e per cui la verità è declassata da valore a strumento per conseguire fini personali; b) in secondo luogo deve essere precisato che non è detto che tutti gli azionisti conoscano l'informazione rilevante: nella grandi società l'azionariato è composto da una grande moltitudine di soggetti, il che rende per lo più impossibile una



comunicazione riservata e personalizzata a ognuno di essi. Questa situazione, oltre a creare una discriminazione fra azionisti, rischia di vanificare i vantaggi che dovrebbero derivare ai medesimi dalla mancata comunicazione al mercato delle informazioni riservate: infatti, gli azionisti all'oscuro delle notizie rilevanti potrebbero compiere scelte che, se avessero avuto contezza delle reali prospettive della società, non avrebbero compiuto, come ad esempio liquidare la partecipazione. L'alta frequenza con cui può verificarsi un'ipotesi del genere fa capire l'importanza della questione: e, difatti, uno dei più celebri casi in ambito violazione del dovere di *disclosure* riguarda proprio l'azione proposta da degli azionisti i quali, ignorando le trattative in cui era coinvolta la società di cui erano soci, chiedevano il risarcimento del danno per aver venduto le loro quote ad un prezzo inferiore a quello che si era formato dopo la pubblicazione della conclusione positiva delle trattative. Il caso era *Basic v. Levinson* (485 U.S. 224, 1988) e fu risolto a favore degli azionisti attori sulla base del seguente principio: l'assolvimento dell'onere probatorio da parte dell'attore che il mercato in cui sono contratti i titoli è efficiente rende applicabile la teoria della frode sul mercato in base a cui l'attore può fare ragionevole affidamento sull'attendibilità del prezzo delle azioni. A questa pronuncia i sostenitori dell'*hypothetical bargaining approach* avanzarono diverse critiche: in merito alla discriminazione degli azionisti affermarono che è un aspetto irrilevante, in quanto, da un lato, l'unico momento da considerare è quello della conclusione positiva dell'operazione tenuta segreta, dall'altro appare per lo più inevitabile che per massimizzare il valore per gli azionisti si debba tollerare un trattamento diseguale dei medesimi. Inoltre, l'uguaglianza fra tutti gli azionisti, ottenuta tramite la comunicazione della notizia rilevante, annulla per ciascuno di loro qualsiasi possibilità di trarre vantaggio dalla notizia medesima: in altri termini, la pubblicazione della notizia non pone gli azionisti "ignoranti" in una condizione migliore di quella derivante dalla conoscenza dell'informazione. Altrettanto, non emergono profili di immoralità connessi alla falsa rappresentazione della realtà finalizzata a massimizzare il valore degli azionisti, atteso che tale condotta non danneggia nessuna parte terza (i.e. non causa esternalità negative).

6. Differenze applicative delle teorie sulla proprietà dell'informazione

Dal raffronto tra la teoria dell'informazione rilevante come bene pubblico e quella dell'informazione rilevante come bene privato della società cui si riferisce è emersa una netta differenza in merito ai diritti degli investitori: in base alla prima impostazione gli investitori danneggiati hanno sempre il diritto al risarcimento (a condizione che si tratti di un mercato efficiente che consenta l'applicazione della frode sul mercato), in base alla seconda tesi solo se sono stati lesi i doveri fiduciari da parte degli amministratori. Vi è però un aspetto che accomuna le due posizioni: si tratta del legittimato passivo, vale a dire il soggetto obbligato al risarcimento. Per entrambe le teorie esso è l'emittente (e, eventualmente, gli amministratori). Questa soluzione appare corretta quando si tratta di offerta di titoli sul mercato primario: in questo caso, infatti, l'emittente guadagna dal falso prospetto (raffigurante una situazione migliore di quella reale). Ma nel mercato secondario, in cui le operazioni riguardano azionisti che escono dalla società vendendo le loro azioni ad investitori che acquistando le medesime vi entrano, la società non è coinvolta e non ricava nessun vantaggio dalle false/omesse comunicazioni. Anzi, ne riceve un danno, in quanto tali condotte impediscono di realizzare lo scopo della *disclosure* che consiste nell'incrementare il livello di *corporate governance* e la liquidità del mercato (M. Fox). Inoltre deve essere tenuto in considerazione che individuare il responsabile (primario) nella società significa dar luogo a due situazione non proprio eque: premesso che il risarcimento è pagato con il patrimonio della società, sono i soci, che, normalmente, sono del tutto estranei rispetto alle scelte degli amministratori, a provvedere, tramite il patrimonio sociale, a rifondere i danneggiati. In secondo luogo i soci che ottengono il risarcimento contribuiscono al medesimo in proporzione alla loro partecipazione nella società, così che si crea una circolarità fra danneggiato ed obbligato al risarcimento. Quest'ultima teoria suggerisce (per quanto riguarda il mercato secondario) di mandare esente l'emittente da qualsiasi tipo di responsabilità relativa a violazione in tema di *disclosure* e di individuare, invece, come unici responsabili gli amministratori ma solo verso la società e non verso i singoli azionisti (le azioni legali intraprese dagli azionisti contro le società per false informazioni sono per lo più azioni collettive chiamate *Securities Class Actions*). Questa soluzione pare essere improntata ad una concezione più collettivista rispetto alle *Securities Class Actions*, in quanto il patrimonio tutelato non è quello dei singoli azionisti, bensì quello sociale. A guardar meglio, però, le differenze sono meno nette di quello che si potrebbe immaginare. In primo luogo le *Securities Class Actions* hanno anch'esse, infatti, una matrice



semi pubblica, in quanto da un lato sono un elemento di deterrenza nei confronti degli amministratori (che rischiano di essere chiamati a rispondere per la loro condotta fraudolenta), dall'altro svolgono una funzione privata di controllo e repressione, di cui beneficia il mercato in generale. In secondo luogo la causa intentata dalla società presuppone comunque l'attivazione da parte degli azionisti, trattandosi di un'azione sociale di responsabilità (del resto gli amministratori sono in conflitto di interesse, in quanto dovrebbero convenire loro stessi). In terzo luogo il denaro ottenuto come risarcimento dalla società si riflette sul valore delle azioni, così che anche gli azionisti, indirettamente, ne traggono vantaggio: tuttavia è da ammettere che, rispetto alle *Securities Class Actions*, che creano un vantaggio solo per gli azionisti risarciti, l'azione sociale di responsabilità pone in una situazione migliore due soggetti e pare quindi risultare preferibile. In quarto luogo è da segnalare che sia nel caso dell'azione sociale che in quella collettiva degli azionisti vi è una categoria di soggetti che rimane in ogni caso danneggiata: si tratta degli azionisti che hanno venduto senza essere al corrente di informazioni che, se conosciute, avrebbero fatto propendere per mantenere la partecipazione in attesa dell'incremento di valore (v. il caso *Basic v. Levinson* di cui sopra). Infatti, questi soggetti non possono fare causa né come azionisti, né trarre vantaggio dall'azione di responsabilità in quanto non sono più presenti nella società. In questo caso si verifica una situazione alquanto peculiare: da un lato, infatti, la società non ha subito danni, anzi ha guadagnato proprio per la violazione dell'obbligo di *disclosure*; dall'altro se non si consente agli azionisti di fare causa contro gli amministratori, questi ultimi rimangono impuniti. Ancora, però, non va dimenticato che è stato proprio il comportamento negligente degli amministratori a consentire l'incremento di valore dei titoli, così che, a rigor di logica, non si può chiedere il corrispettivo del mancato guadagno causato dall'omissione di una condotta che, se fosse stata posta in essere, avrebbe impedito il concretizzarsi del guadagno in questione. Un'ipotesi, che qui si può tratteggiare in via del tutto embrionale, potrebbe essere quella di dividere il guadagno fra l'azionista venditore e quello acquirente.

Bibliografia

Bainbridge S., *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*, 5 *Van. L. Rev.*, 1, 2002

Buonocore V., *Etica degli affari e impresa etica*, *Giur. comm.*, 2004, II, 181

Chapman B., *Trust, Economics Rationality, and the Corporate Fiduciary Obligation*, 43 *U. Toronto L. J.* 547, 1993

- Cooter R., *Expressive Law and Economics*, ssrn wp, 1996
- Cooter R., *Normative Failure Theory of Law*, 92 *Cornell L. Rev.* 947, 1996-1997
- Cooter R., *Three Effects of Social Norms on Law: Expression, Deterrence and Internalization*, 79 *Or. L. Rev.*, 1, 2000
- Eisenberg M., *Corporate Law and Social Norms*, 99 *Colum. L. Rev.*, 1253, 1999
- Ellickson R., *Law and Economics Discovers Social Norms*, 27 *J. Legal Studies*, 537, 1998
- Fox M., *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, ssrn wp, 2008
- Giudici P., *I prezzi predatori*, Milano, 2000
- Jolls, C., Sunstein C., Thaler R., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 *Stan. L. Rev.* 1471, 1997-1998
- Langevoort D., *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, 89 *Geo. L. J.*, 797, 2001
- Macey, J., Miller G., *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory*, 42 *Stan. L. Rev.* 1059, 1989-1990
- Mitchell Polinsky A., *An Introduction to Law & Economics*, Aspen Publisher, 2003
- Mitchell, L., *The Morals of the Marketplace*, wp disponibile su www.ssrn.com
- Nozick R., *Anarchy, State and Utopia*, Blackwell, 1974
- Rossi G., *Il conflitto epidemico*, Adelphi, 2003
- Sacconi L., *Etica degli affari*, Il Saggiatore, 1991
- Schumpeter L.A., *Capitalism, Socialism and Democracy*, George Allen & Urwin Publishers, 1976
- Sen A., *Etica ed economia*, Editori Laterza, 1987
- Zamie E., Medina B., *Law, Morality, and Economics: Integrating Moral Constraints with Economic Analysis of Law*, ssrn wp, 2007