

ELFR

EUROPEAN LAW AND
FINANCE REVIEW

Rivista Semestrale
(Gennaio/Giugno 2024)

ISSN: 2975-0911

COMITATO DI DIREZIONE

Antonella Brozzetti
Patrizio Messina
Diego Rossano
Andrea Sacco Ginevri
Illa Sabbatelli
Alberto Urbani

COMITATO SCIENTIFICO

Giuseppe Desiderio
Marco Fasan
Carmen Gallucci
Fabrizio Granà
Maria Federica Izzo
Paola Lucantoni
Giovanni Luchena
Rachele Marseglia
Roberto Mazzei
Andrea Miglionico
Andrea Minto
Francesco Moliterni
Raimondo Motroni
Anna Maria Pancallo
Stefania Supino

COMITATO EDITORIALE

Stefania Cavaliere
Emanuela Fusco
Mercedes Guarini
Claudia Marasco
Gianluigi Passarelli

DIRETTORE RESPONSABILE

Diego Rossano

La sede della Redazione è presso l'Università San Raffaele di Roma,
Via di Val Cannuta n. 247, Roma, 00166

www.europeanlawandfinancereview.com

REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno *standard* elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche.

Per ulteriori informazioni relative alla procedura di valutazione, si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito della Rivista.

EMAIL

redazionebs@uniroma5.it
info@europeanlawandfinancereview.com

INDICE

ARTICOLI E SAGGI

ILLA SABBATELLI

“DDL CAPITALI” E SETTORE BANCARIO: L’INTERVENTO SULLE BANCHE POPOLARI
(“Ddl Capitali” and banking sector: the intervention on popular
banks).....5

DARIO SCARPA

SISTEMA SOCIETARIO COME SISTEMA INFORMATIVO NELLE SOCIETÀ QUOTATE
(Corporate system as an information system in listed
companies).....17

MARINA ROMANO E DAVID GARCÌA GUERRERO

INTELLIGENZA ARTIFICIALE E REGIME DI RESPONSABILITÀ DEI PRODUTTORI
(Artificial Intelligence and Producer Liability
Regime).....41

GIANLUIGI PASSARELLI

INTELLIGENZA ARTIFICIALE E PROCESSO CIVILE: SPUNTI DI RIFLESSIONE E LINEE DI SVILUPPO
CON UNO SGUARDO OLTRE CONFINE
(Artificial Intelligence and civil trial: brief analysis and lines of development with an eye
abroad).....58

DONATA DI SARNO

IL PRECARIO EQUILIBRIO DELL’*INSIDER TRADING* TRA *BIS IN IDEM* E INSIDER DI SE STESSO
(The delicate balance of insider trading between bis in idem and insider of
itself).....67

“DDL CAPITALI” E SETTORE BANCARIO: L’INTERVENTO SULLE BANCHE POPOLARI

Illa Sabbatelli

“Ddl Capitali” e settore bancario: l’intervento sulle banche popolari*

(“Ddl Capitali” and banking sector: the intervention on popular banks)

Illa Sabbatelli,

Professore Ordinario di Diritto dell’Economia presso l’Università Telematica San Raffaele di Roma

ABSTRACT (En)

The contribution aims to analyze the 2023 “Capital Bill” in light of the objectives set by the Capital Market Union and the need to accelerate the reform process of the Italian capital market and increase the attractiveness of the Italian system, supporting growth and investments. The focus is on the intervention concerning the banking sector and, in particular, on the changes made by the “Capital Bill” to the regulations of popular banks affected by a significant reform process in 2015.

Keywords: competitiveness – financing - popular banks - balance sheet asset - joint-stock company

ABSTRACT (It)

Il contributo si propone di analizzare il “Ddl Capitali” del 2023 alla luce degli obiettivi posti dalla Capital Market Union e dell’esigenza di accelerare il processo di riforma del mercato dei capitali italiano e accrescere l’attrattività del sistema Italia, sostenendo la crescita e gli investimenti. L’attenzione viene posta sull’intervento avente ad oggetto il comparto bancario e, in particolare, sulle modifiche apportate dal Ddl Capitali alla disciplina delle banche popolari interessate nel 2015 da un importante processo di riforma.

Parole chiave: competitività – finanziamenti - banche popolari – attivo - s.p.a.

SOMMARIO: 1. Ddl Capitali e Capital Market Union: una premessa - 2. Ddl Capitali e comparto bancario – 3. L’intervento in materia di banche popolari

1. DDL CAPITALI E CAPITAL MARKET UNION: UNA PREMESSA

Nell’ambito delle misure del regolatore italiano introdotte con l’obiettivo di dare concretezza allo spirito della *Capital Market Union* si inserisce il “Ddl Capitali” recante “Interventi a sostegno della competitività dei

capitali”, approvato in via definitiva alla Camera il 27 febbraio 2024¹ e convertito nella legge 5 marzo 2024, n. 21².

In generale, l'intervento del legislatore si pone nel solco dei precedenti interventi normativi iniziati nel 2012 con la s.r.l. *start-up* innovativa, e proseguiti nel 2015 con la s.r.l. P.M.I. innovativa e nel 2017 con l'introduzione della s.r.l. PMI, che si sono via via proposti il “condivisibile obiettivo di aprire la s.r.l. alle diverse tipologie di investitori in capitale di rischio”³. Il provvedimento segue così le linee tracciate dal MEF nel Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” del 3 marzo 2022 promosso “per accelerare il processo di riforma del mercato dei capitali italiano e accrescere l’attrattività del sistema Italia, sostenendo la crescita e gli investimenti, in linea con gli obiettivi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)”⁴. Ciò sul presupposto per cui lo sviluppo del mercato dei capitali rappresenta una leva strategica a sostegno della finanza pubblica facilitando l’afflusso di risorse private e favorendo la realizzazione degli investimenti in settori come la digitalizzazione, l’innovazione e la sostenibilità. Si tratta in sostanza di un intervento diretto “ad attivare una strategia di potenziamento dell’ordinamento dei mercati finanziari a servizio dell’economia reale”⁵, in linea appunto con gli obiettivi dell’*Action Plan* europeo di ridurre la dipendenza dai prestiti bancari delle piccole e medie imprese e di diversificare le fonti di finanziamento per esse, nonché con l’obiettivo di agevolarne ed incentivarne la crescita.

Del suddetto riferito processo di ampliamento e di ricerca di forme di finanziamento alternative o complementari a quella bancaria sono significative le indicazioni fornite dopo lo scoppio della crisi del 2007 dalla Commissione europea nel Libro verde sul finanziamento a lungo termine del 25/03/2013, strumento quest’ultimo ritenuto idoneo, per via della sua capacità di concorrere alla formazione del capitale di lunga durata, a consentire all’Unione europea una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva⁶. In particolare, la Commissione evidenziò come la capacità dell’economia di mettere a disposizione tale particolare tipologia di investimenti dipendesse dalla capacità del sistema finanziario di incanalare i risparmi attraverso mercati aperti e competitivi.

*Il presente contributo è stato approvato dai revisori.

¹ Il testo è stato approvato in Senato il 24 ottobre 2023 e sottoposto al parere della BCE, rilasciato in data 8 dicembre 2023; cfr. Parere della Banca Centrale Europea, 8 dicembre 2023 relativo alla responsabilità della Banca d’Italia e dei componenti dei suoi organi decisionali e del personale nonché alle norme in materia di incompatibilità applicabili ai componenti dei suoi organi di vertice e suoi dirigenti (CON/2023/41), al sito www.europa.eu.int

² La legge di conversione n. 21/2024 contiene altresì una delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al D. Lgs. 58/1998, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti, cfr. FIRPO, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, in *Rivista del Notariato*, n. 3, 1° giugno 2024, p. 551, MONTALENTI, *I problemi della governance*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2, 1 aprile 2024, p. 368; VEGAS, *Audizione al Senato, Esame del d.d.l. n. 674*, recante: “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*”, 27 giugno 2023; SAVONA- SCOPELLITI, *Audizione al Senato, Esame del ddl n. 674*, 20 giugno 2023, al sito www.consob.it

³ Cfr. GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Europa e Diritto Privato*, 2024, n. 1, p. 147 ss.

⁴ Cfr. MEF, *Comunicato Stampa*, 2 marzo 2022, p. 1.

⁵ Cfr. CAPPIELLO, *Audizione al Senato, Disegno di legge A.S. 674 “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”*, Roma, 20 Giugno 2023, p. 2.

⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell’economia*, Bruxelles, 25.3.2013, al sito www.europa.eu.int. Sul punto, cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 32.

In suddetto scenario la Commissione, pur confermando la “storica forte dipendenza”⁷ dell’Europa dall’intermediazione bancaria, tracciò la strada per la creazione di un sistema finanziario più diversificato: da un lato, attribuendo il ruolo di attori a diversi tipi di intermediari, quindi non solo a banche, ma anche ad imprese di assicurazione e a fondi pensione, dall’altro, ribadendo la centralità dello strumento dell’accesso diretto ai mercati dei capitali.

Il riferito percorso è proseguito allorché l’anno successivo il Presidente della Commissione europea dell’epoca Jean-Claude Juncker lanciò il “Piano di investimenti per l’Europa” (cd. Piano Juncker)⁸ che pose le basi per la creazione della *Capital Market Union (CMU)*⁹. La CMU si propone di essere un mercato unico dei flussi finanziari, fluido, trasparente e con regole d’ingresso comuni a tutti gli Stati membri, avente l’obiettivo di sbloccare i finanziamenti per le imprese, di attrarre nell’UE sempre più investimenti internazionali, e di ridurre il costo della raccolta del capitale, soprattutto per le piccole e medie imprese (PMI), limitando così la loro dipendenza dal settore bancario¹⁰. In tale contesto si collocano, ad esempio, le misure del legislatore italiano mosse ad incentivare la crescita di strumenti e operatori finanziari alternativi, quali il *venture capital* e il *private equity*¹¹ e soprattutto la c.d. “Riforma Minibond”¹² di cui al D.L. n. 83/2012, c.d. “Decreto Sviluppo”, convertito con la L. n. 134/2012 e successive integrazioni¹³. Si tratta di interventi destinati ad assicurare alle PMI maggiori opportunità di reperire liquidità, dando così impulso alla ripresa del tessuto imprenditoriale, consentendo alle stesse di accedere al mercato dei capitali mediante l’emissione di strumenti di finanziamento quali obbligazioni e titoli di debito sostanzialmente alle stesse condizioni delle società quotate.

I principi ispiratori del Piano Juncker e della *Capital Market Union*, fra i quali appunto la necessità di predisporre nuovi modelli di finanza, sono stati ulteriormente sviluppati dalla Commissione europea dapprima nel Libro Verde del 18/02/2015¹⁴, e successivamente nel primo “Piano d’azione per la costruzione di un’Unione

⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell’economia*, cit., p. 3.

⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione, Un piano di investimenti per l’Europa*, Bruxelles, 26.11.2014. Ricordiamo anche il c.d. *Small Business Act per l’Europa, Comunicazione della Commissione, Una corsia preferenziale per la piccola impresa. Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa*, Bruxelles, 25/06/2008. al sito www.europa.eu.int.

⁹ Cfr. MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, Bari, 2021, p. 138 ss.; SUPINO, *Individuazione delle fonti di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. e impr.*, 2016, nn. 4-5, p. 495 ss.

¹⁰ Cfr. JUNKER, *A New start for Europe: my Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 05/07/2014, al sito www.europa.eu.int.

¹¹ Cfr. ANNUNZIATA, SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati di capitale*, in *Riv. soc.*, 2020, nn. 4-5, p. 572 ss.

¹² Cfr. PEDERZINI, DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI sui mercati di capitali*, in *Giur. Comm.* 2022, n. 2, p. 272 ss.; PIRANI, *Un’analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?*, in *Giur. Comm.*, 2018, 1012 ss.; MESSINA, ROSSANO, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, n. 1, p. 209 ss.; MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, cit., p. 143 ss., dove si rintracciano anche gli ulteriori passaggi della disciplina sul punto come, ad esempio, la legge di bilancio per il 2019, L. n. 145/2018.

¹³ Il decreto è stato successivamente modificato dal D.L. n. 179/2012, c.d. Decreto Crescita *bis*, convertito con la L. n. 221/2012. Ricordiamo inoltre i c.d. *Basket Bond* di cui al D.L. n. 145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia, convertito con la L. n. 9/2014, che, attraverso la modifica della legge della L. n. 130/1999 sulle cartolarizzazioni, ha permesso alle società veicolo di cartolarizzazione “SPV” di sottoscrivere anche titoli di debito, nello specifico “*obbligazioni e titoli similari*”. Cfr. MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, cit., p. 198 ss.

¹⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde, Costruire un’Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 18.2.2015, al sito www.europa.eu.int.

dei mercati dei capitali” del 30/09/2015¹⁵. Dopo alcuni passaggi intermedi di aggiornamento e completamento delle misure previste¹⁶, il 24/09/2020 è stato pubblicato il nuovo “Piano d’azione per la costruzione di un’Unione dei mercati dei capitali”¹⁷. Quest’ultimo risente certamente nel suo impianto della crisi economica conseguente alla pandemia da Covid-19, nonché della Brexit, e mette in evidenza i diversi ostacoli al suo funzionamento quali la differente regolazione nei Paesi dell’Unione in materia fiscale e di crisi d’impresa. Il nuovo piano, che si integra con altri strumenti come ad esempio il *Next Generation EU*¹⁸ e richiama gli obiettivi individuati nel *Green Deal* europeo¹⁹, si esplica in molteplici azioni che si propongono di raggiungere principalmente tre obiettivi: stimolare una ripresa economica sostenibile da un punto di vista ambientale e digitale; incrementare gli investimenti a lungo termine; realizzare l’integrazione dei mercati dei capitali nazionali in un mercato unico europeo.

Da quanto sin qui esposto emerge chiaramente come per l’Unione europea la ripresa economica post pandemia, nel contesto della guerra Russia – Ucraina, dipenda in maniera rilevante dalla possibilità per le imprese di accedere ai finanziamenti, considerati “la linfa vitale che sosterrà la ripresa e la crescita futura nel lungo termine”²⁰, obiettivo per la cui realizzazione diventa sempre più urgente la creazione di un *corpus* unico di norme.

2. DDL CAPITALI E COMPARTO BANCARIO

Così delineato il contesto di riferimento del Ddl Capitali, le aree di azione del provvedimento sono diverse: la prima si sostanzia in strumenti volti ad agevolare l’accesso delle imprese ai mercati regolamentati e all’efficientamento dell’ordinamento societario in un’ottica di maggiore valorizzazione dell’autonomia statutaria²¹; la seconda area si concretizza in misure atte a stimolare una maggiore partecipazione ai mercati da parte degli investitori sia professionali sia al dettaglio al fine di facilitare gli emittenti nell’attività di raccolta; la terza riguarda il processo di *enforcement* amministrativo delle Autorità di vigilanza recando disposizioni in materia

¹⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30.9.2015, al sito www.europa.eu.int.

¹⁶ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Revisione intermedia del Piano d’Azione dell’Unione dei mercati di capitali*, 8.6.2017, al sito www.europa.eu.int.

¹⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, Bruxelles, 24.09.2020, al sito www.europa.eu.int.

¹⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Il momento dell’Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione*, Bruxelles, 27.5.2020, al sito www.europa.eu.int.

¹⁹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Il Green Deal europeo*, Bruxelles, 11.12.2019, al sito www.europa.eu.int.

²⁰ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione, *Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, cit. p. 4.

²¹ Il provvedimento fornisce una nuova definizione di PMI e introduce per le stesse la possibilità di dematerializzare le proprie quote, oltre che, per quelle quotate su un sistema multilaterale di negoziazione, di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali. Sul punto cfr. MESSINA, *DDL capitali: le previsioni sulla circolazione di obbligazioni e titoli di debito*, in *Non solo diritto bancario*, 27 novembre 2023, al sito www.dirittobancario.it; ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del rinnovato contesto di mercato*, in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, n.1/2024, p. 57 ss.; MONTALENTI, *Il DDL Capitali. Spunti di riflessione* in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2023, n. 9, p. 1397 ss.; SCHNEIDER, *La competitività dei mercati dei capitali sostenibili: prime riflessioni sui rimedi di private enforcement ai danni da greenwashing*, in *JusOnline* 2024, n. 2, p. 232 ss.

di risarcimento del danno subito da terzi per responsabilità di soggetti vigilati²². Particolare attenzione meritano inoltre le misure in materia di educazione finanziaria, che inseriscono tra i principi, le competenze e gli obiettivi di apprendimento dell'insegnamento scolastico dell'educazione civica anche l'educazione finanziaria²³.

In queste brevi note si affronterà il profilo del Ddl Capitali che riguarda il comparto bancario, e in particolare quella specifica categoria di enti creditizi data dalle banche popolari. In linea generale, come è noto, la competitività del mercato dei capitali interessa le banche perché un mercato dei capitali efficiente e liquido - come è quello che si prefigge di ottenere il provvedimento - permette, alle banche di continuare a raccogliere le risorse finanziarie necessarie per i finanziamenti al settore produttivo. Come è stato ben evidenziato, infatti, le banche, operano con molteplici e differenti modalità sul mercato dei capitali, “come emittenti di strumenti finanziari, come ad esempio di titoli obbligazionari, con i quali raccolgono risorse per supportare al meglio l'economia reale; come consulenti, in quanto supportano le imprese ad accedere al mercato dei capitali, tramite le attività di ricerca e consulenza; come intermediari, in quanto contribuiscono all'allocazione del risparmio, essendo i principali distributori di prodotti finanziari e di investimento, consentendo agli investitori, soprattutto retail, di accedere al mercato, in maniera assistita e tutelata”²⁴.

Ciò posto, quindi, rendere più facilmente percorribile la via di accesso al mercato è nel solco della direttrice di fornire alle società italiane un canale alternativo a quello bancario per la raccolta dei capitali necessari allo sviluppo dell'attività, alla crescita dell'impresa e quindi dell'economia nazionale. È noto, infatti, come nel nostro Paese le banche abbiano sempre avuto un ruolo centrale nella mobilitazione delle risorse finanziarie a fronte dell'assenza di mercati azionari e obbligazionari sviluppati, fino al punto che il termine “sistema finanziario” è stato a lungo sinonimo di “sistema bancario”²⁵. In sostanza, l'Italia si è sempre caratterizzata per un'eccessiva “dipendenza”, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, dal credito bancario e per “un'insufficiente raccolta diretta di fondi sui mercati”²⁶, con effetti che sono risultati particolarmente penalizzanti soprattutto nelle fasi di crisi. Le congiunture sfavorevoli degli ultimi anni a partire dal 2007 in poi, infatti, hanno messo in risalto le già note criticità e le numerose zone d'ombra del sistema finanziario italiano incapace di fornire all'apparato produttivo canali alternativi a quello dell'intermediazione creditizia.

In particolare, la questione dell'urgenza della diversificazione dei sistemi di finanziamento è diventata cruciale alla luce dell'evidenza empirica che segnala come gli assetti che si delineano con il bancocentrismo –

²² L'art. 17 del provvedimento prevede che un terzo possa agire direttamente contro l'Autorità di vigilanza nel caso in cui abbia subito un danno “direttamente e immediatamente” riconducibile alla mancata vigilanza sul rispetto di leggi e regolamenti.

²³ Sul ruolo dell'educazione finanziaria, MILLI, *Il ruolo della cultura finanziaria nell'evoluzione tecnologica*, in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, n. 1, p. 75 ss.; SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, n. 3, p. 282 ss.

²⁴ Cfr. ABI, *DDL AS 674, Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, 15.06.2023, p. 2, al sito www.abi.it

²⁵ Cfr. ROSSI, *Stato, mercato, sviluppo, Lectio Magistralis Premio Donato Menichella*, Roma, 05/02/2014, p. 16, al sito www.bancaditalia.it.

²⁶ Cfr. PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, Intervento al Convegno, *Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita*, Milano, 27/01/2014, p. 10, al sito www.bancaditalia.it.

soprattutto nei periodi recessivi – abbiano ricadute negative sulla stabilità finanziaria²⁷. Essi rendono più rischiosa l'attività delle imprese e delle banche degli enti creditizi, con la conseguenza di provocare strette creditizie (cd. *credit crunch*) e di rendere più costosi i finanziamenti²⁸. L'alto grado di incertezza, l'elevato rischio di insolvenza delle imprese e il generalizzato peggioramento del merito creditizio innalzano l'avversione al rischio degli intermediari, i quali negli ultimi anni hanno risentito anche delle innovazioni normative troppo stringenti introdotte in materia di standard patrimoniali e di liquidità che nei fatti ne hanno ridotto la redditività.

Certamente l'approvvigionamento dei capitali da parte delle imprese, anche a causa di una significativa tendenza alla perdita di fiducia da parte dei risparmiatori/investitori nei confronti delle banche, si è modificato. Non vi è dubbio, infatti, che si sia verificata una riduzione dei flussi intermediati dal circuito creditizio accompagnata da un graduale spostamento del baricentro della finanza verso i mercati. Questo quadro d'insieme ha condotto autorevole dottrina ad ipotizzare il “tramonto del sistema bancocentrico”²⁹. A ben vedere, però, il bancocentrismo ad oggi non appare tramontato, bensì solo “ridimensionato”³⁰. Ciò alla luce della circostanza per cui, nonostante una costante riduzione dell'accesso al canale bancario da parte non solo delle imprese di maggiori dimensioni, ma anche da parte delle PMI (che hanno contestualmente aumentato il ricorso all'autofinanziamento)³¹, non si è registrato un effettivo consolidamento del modello di finanza *market based*, quanto piuttosto un bilanciamento delle diverse fonti di finanziamento, che combina l'attività degli intermediari tradizionali a quella dei mercati.

E sotto questo profilo va segnalato un precedente decreto competitività, il D.L. n. 91 del 2014 convertito con la L. n. 11 del 2014. che, nel quadro delle misure volte a favorire il finanziamento alle imprese, ha attribuito la possibilità di concedere finanziamenti alle imprese di assicurazioni, ai fondi e ai veicoli di cartolarizzazione individuando così fattispecie operative destinate potenzialmente a comprimere la dimensione del comparto bancario, o quantomeno a porsi come una forma alternativa di esercizio del credito³².

In questo quadro si pone il Ddl Capitali oggetto della presente analisi in una prospettiva che aspira appunto ad una equilibrata composizione delle fonti di finanziamento

3. L'INTERVENTO IN MATERIA DI BANCHE POPOLARI

Ciò posto, a livello di prospettiva e di obiettivi, il Ddl Capitali con l'art. 18 - introdotto nel corso dell'esame al Senato -, ha modificato l'art. 29, comma 2 *bis* del TUB, innalzando da 8 a 16 miliardi il limite di attivo superato il quale le banche popolari devono adottare scopo lucrativo e forma di società per azioni, o

²⁷ Cfr. PANETTA, *op. cit.*, p. 5.

²⁸ Cfr. BROGI, *La riforma delle banche popolari*, in *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, p. 276.

²⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 52 ss.

³⁰ Cfr. SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali*, Milano, 2017, p. 145; Troisi, *Banca e industria: i nuovi paradigmi tecnologici*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, p. 402.

³¹ Cfr. CARLETTI, *Anche le PMI diventano meno bancocentriche*, in FCHUB, 12/11/2018, al sito www.minervabancaria.it.

³² Cfr. GIUDICI, *Il finanziamento delle imprese attraverso il settore assicurativo: un'esperienza all'Estero*, in AA.VV., *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, a cura di Cacciamani e Giudici, Milano, 2017, p. 65 ss.

altrimenti ridurre l'attivo o procedere alla liquidazione. Il termine per provvedere è di un anno dal rilevato superamento del limite, pena l'applicazione da parte dell'autorità di vigilanza di diversi rimedi di crescente intensità sanzionatoria, fino alla revoca dell'autorizzazione bancaria (art. 29, commi 2-bis e 2-ter, t.u.b.)³³.

È bene ricordare che la riforma delle banche popolari³⁴, cui è seguita l'anno successivo la riforma dell'altra categoria di cooperative di credito, ossia le BCC³⁵, è stata effettuata in ragione della circostanza per cui sin dagli inizi del ventesimo secolo si è registrato l'allontanamento da parte delle popolari dal modello cooperativo, ed è stata valutata criticamente l'applicazione alle stesse della formula organizzativa di quel particolare tipo societario. La tesi della incongruente riferibilità alle banche popolari del modello di *governance* riservato dal legislatore italiano alle società riconducibili nell'ambito della cooperazione costituzionalmente protetta dall'art. 45 Cost. ha trovato supporto nelle posizioni di quanti in dottrina hanno sostenuto l'avvenuta dismissione da parte delle 'popolari' dello scopo sociale proprio delle cooperative, con la precisazione secondo cui per le popolari si potesse parlare ormai solo di mutualità "strutturale", e non "funzionale"³⁶, riferibile quest'ultima ormai solo alle BCC. Da qui la prospettiva di una possibile trasformazione di tali banche in società per azioni, cambiamento che avrebbe di certo consentito ad esse l'acquisizione di uno *status* coerente con le loro caratteristiche funzionali³⁷. Si è addivenuti così ad un'ipotesi ricostruttiva nella quale un appropriato utilizzo dell'autonomia statutaria di tali banche avrebbe potuto facilitare l'introduzione di limiti alle ordinarie modalità esplicative delle società per azioni; fermo restando che, grazie all'introduzione di disposizioni statutarie, la banca riveniente dalla trasformazione di una popolare sarebbe stata in grado di salvaguardare la continuità del suo legame economico col territorio nel

³³ Cfr. CIOCCA, *Riforme delle banche cooperative: riassetto organizzativi e possibili equilibri di potere*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2018, n. 1, p. 42.

³⁴ Cfr. *ex multis*, AA.VV., *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, Padova, 2015; CARLIZZI, *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. comm. e dir. obbl.*, 2016, n. 1, p. 43 ss.; CORVESE, *Commento al d.l. n. 3/2015. Parte prima: La riforma delle banche popolari*, in *Dir. banca e merc. finan.*, 2016, n. 30, II, p. 7 ss.; FIENGO, *Il riassetto della disciplina delle banche popolari*, in *Giur. comm.*, 2016, n. 2, I, p. 234 ss.; GARGIULO, *La disciplina delle banche popolari. Dalle origini alla riforma della legge n. 33/2015*, Milano 2015; MAZZINI, *La riforma delle banche popolari*, in *Dir. banca e merc. finan.*, 2015, n. 2, II, p. 39 ss.; RICCIARDELLO, *La riforma delle banche popolari nella legge di conversione del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 tra capitalismo ed esigenze di vigilanza uniforme*, in *Banca impr. soc.*, 2016, n. 1, p. 141 ss. M. RESCIGNO, *Il nuovo volto delle banche popolari*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1994, I, p. 308 ss.; PRESTI, *Il governo delle banche popolari e di credito cooperativo*, in *Banca, impresa, soc.*, 1998, 169 ss.; MARASÀ, *Voto plurimo, voto maggiorato, cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 8 ss.; MAZZAMUTO, *La riforma delle banche popolari e l'Europa come pretesto*, in *Eur. e dir. priv.*, 2016, 1 ss.; DI CIOMMO, *La riforma delle banche popolari*, in *Foro it.*, 2015, V, p. 193 ss.; LAMANDINI, *Azioni e diritto di voto nella riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, p. 257 s.

³⁵ *Ex multis*, cfr. BODELLINI, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Bari, 2017; SABBATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, Bari, 2017; SALERNO, *Il governo delle banche cooperative*, Milano, 2013; CAPRIGLIONE, *La riforma delle BCC al vaglio del nuovo Governo*, in *dirittobancario.it*, giugno 2018; MACRI, *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo*, in *Giur. comm.*, 2019, n. 5, p. 867 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Alcune ipotesi ricostruttive in merito alla riforma delle bcc*, in *RTDE*, 2018, suppl. al n. 3, p. 54.

³⁶ Cfr. FERRI, voce *Banca popolare*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 1959, p. 13 ss.; SALAMONE, *Le banche popolari ovvero: "la mutualità che visse due volte" (evoluzione, diritto vigente, tipologia sociale tra "forma" e "sostanza" di società cooperativa)*, in *Banca borsa tit. cred.* 2004, I, p. 613 ss.; SANTONI, *Il commiato delle grandi popolari dal modello cooperativo*, in AA. VV., *Scritti in onore di E. Bocchini*, II, Torino, 2016, 1109 ss.; CAPRIGLIONE, *Banche popolari. Metamorfosi di un modello*, Bari, 2001, p. 26 ss.

³⁷ Cfr. ROCCHI, *L'enigma delle cooperative e del mercato dei capitali: adattamento o fuga?*, in *Giustizia civile*, 2022, n. 3, p. 705 ss.; PANCIOLI, *L'assistenza finanziaria nelle banche popolari: la mutualità come strumento di tutela degli investitori*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2022, n. 3, p. 416 ss.

quale essa era originariamente allocata³⁸.

La riforma del 2015 era quindi attesa dalla categoria delle banche popolari - e fortemente voluta dalle popolari di grandi dimensioni, soprattutto da quelle quotate per consentire ad esse una migliore definizione degli assetti organizzativi, e soprattutto l'acquisizione di uno *status* coerente con le loro caratteristiche funzionali e operative, ormai da tempo più vicine a quelle della s.p.a.³⁹ (vicinanza al modello della s.p.a. confermata sia dalla tipologia di prodotti e servizi offerti sia dalle forme aggregative utilizzate, stante il diffuso utilizzo del modello della *holding*)⁴⁰.

Appare chiaro come il provvedimento del 2015 sia stato emanato in relazione alla straordinaria necessità e urgenza di avviare il processo di adeguamento del sistema bancario agli indirizzi europei per renderlo competitivo, elevare il livello di tutela dei consumatori e favorire lo sviluppo dell'economia del Paese⁴¹, e soprattutto per soddisfare un'esigenza di rafforzamento patrimoniale degli enti in parola. Suddetto obiettivo, a mente del legislatore, era assicurabile attraverso il modello della s.p.a. ritenuta, sotto questo profilo, la forma sociale più efficace perché favorirebbe, in maniera più intensa e performante, la raccolta del capitale di rischio⁴². Non va sottaciuto che il *favor* per la s.p.a. è stato più volte espresso sia dalla Banca d'Italia che dalla Banca Centrale Europea⁴³. Le suddette autorità, infatti, si aspettavano e si aspettano dalle modifiche di impianto e strutturali alle banche cooperative, popolari e BCC, l'intensificazione del ruolo delle stesse di propulsori dell'economia grazie alla loro caratteristica di maggior ancoraggio al territorio ed alle PMI.

E' bene altresì precisare che la riferita esigenza di maggiore patrimonializzazione alla base della riforma delle popolari è stata a fondamento anche del cambiamento morfologico imposto alle BCC. Ciò posto, l'impianto così complessivamente realizzato negli anni 2015 e 2016 ha portato ad una radicale modifica del settore della cooperazione di credito e, sul piano concreto, al "ridimensionamento del pluralismo delle forme bancarie, in un

³⁸ Per le banche 'popolari' non è presente nel TUB una norma analoga a quella dell'art. 34 del TUB in materia di BCC, sicché per esse la connotazione localistica è rintracciabile solo negli antecedenti storici e in residue tracce talora rinvenibili a livello statutario; cfr. FAUCEGLIA, *Esiste ancora il localismo nelle banche popolari?*, in *Bancaria*, 1995, n. 11, p. 66 ss.; CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001, p. 124.

³⁹ Cfr. RICCIARDELLO, *Banche popolari quotate: verso il definitivo superamento del «tipo» a favore del modello azionario?* in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, n. 5, p. 10 ss.

⁴⁰ Cfr. SALERNO, *op. cit.*, p. 35 ss., e p. 52.

⁴¹ Cfr. RIGHI BELLOTTI, SELMI, *Economia globale*, Zanichelli, 2020, p. 76 ss.

⁴² Per gli aspetti di legittimità costituzionale della riforma, cfr. MONTEDORO, *Riforma delle banche popolari e profili costituzionali*, in *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, p. 29; SANTOSUOSSO, *Il principio generale di stabilità del sistema finanziario (nazionale e) della zona euro. La prima volta della Corte costituzionale (a proposito di trasformazione e recesso dalle banche popolari)*, in *Riv. dir. societario*, 2018, n. 4, 2, p. 882 ss.; SCIASCIA, *La Corte costituzionale sulla riforma delle "popolari"*, in *Giornale di diritto amministrativo* 2018, n. 5, p. 597 ss.; AMOROSINO, *La conclusione in tono minore del contenzioso sulla riforma delle banche popolari: il "ravvedimento operoso" del Consiglio di Stato*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario* 2021, n. 4, 1, p. 685 ss. Per gli aspetti civilistici, cfr. CARLIZZI, *Ancora sulla riforma delle banche popolari (d.l. 3/2015): la lunga maratona giudiziaria (appena cominciata)*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni* 2022, n. 1, 2, p. 17 ss. Cfr. anche ANNUNZIATA, *La pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) del 16 luglio 2020 sulle banche popolari*, in *Rivista delle società*, 2020, n. 4, p. 1259 ss.

⁴³ Cfr. BROGI, *op. cit.*, p. 37.

caso, di tipo quantitativo tramite la riduzione⁴⁴ del numero delle banche popolari⁴⁵; nel caso delle BCC, di tipo qualitativo attraverso il riassetto organizzativo quasi a parità numerica degli enti interessati⁴⁶.

Alla luce di quanto sin qui esposto, quindi, la soglia degli 8 miliardi di attivo posta dalla legge di riforma delle popolari - che non trova peraltro “una specifica giustificazione né nello scopo mutualistico né nello scopo lucrativo in quanto tali”⁴⁷ - si giustificava come strumento per la realizzazione degli obiettivi prima evidenziati di patrimonializzazione, e dunque di favorire una sana e prudente gestione delle imprese bancarie in parola, garantendo un più efficiente governo delle stesse. L’entità dell’attivo, infatti, è anche un indice della complessità della gestione dell’impresa, e quindi l’imposizione di una soglia all’attivo trova una ulteriore giustificazione nel convincimento per cui “la struttura cooperativa, con l’inevitabile debolezza dei soci, dovuta al limite posto alla partecipazione e al voto capitario, non assicura una gestione responsabile ed efficace, quando la complessità e l’entità dell’impresa superino determinate soglie”⁴⁸.

Ciò detto in termini di scenario, la riforma si è sostanziata in definitiva nell’obbligo di abbandonare la forma cooperativa da parte delle “grandi” popolari, e quindi in un limite alla crescita degli enti in parola⁴⁹. Si può discutere se il suddetto limite sia opportuno o meno, e se il dirigismo economico del quale il meccanismo in parola costituisce un esempio, al pari del modello del gruppo bancario cooperativo imposto nel 2016 alle BBC⁵⁰, sia corretto. Rinviando per una possibile riposta alle conclusioni di questo contributo, sta di fatto che il legislatore ha raddoppiato il valore dell’attivo richiesto ai fini della trasformazione in s.p.a., così autorizzando il mantenimento della forma cooperativa per le popolari con attivi inferiori a 16 miliardi.

La riferita modifica normativa è la prova del fatto che, dopo il grave periodo di crisi che ha coinvolto questa tipologia bancaria (impegnata con importanti processi di sistemazione dei propri bilanci)⁵¹, - è stato accolto in buona sostanza l’invito della categoria che aveva criticato sin da subito il limite dell’attivo fissato nel

⁴⁴ Cfr. ROSSI, *Audizione nell’ambito dell’istruttoria legislativa sul disegno di legge C. 2844, di conversione in legge del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario degli investimenti*, Roma, 17 febbraio 2015, tabella 1.

⁴⁵ Cfr. SALERNO, *La mutualità delle (restanti) banche popolari dopo il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 704 ss.

⁴⁶ Cfr. CIOCCA, *op. cit.*, p. 42. Sul punto, cfr. anche SALERNO, *ult. op. cit.*, p. 705.

⁴⁷ Cfr. COSTI, *Verso una evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2015, p. 580, cfr. anche IOCCA, *Le nuove norme in materia di banche popolari tra mutualità e lucratività nel decreto "sostegni bis" (Artt. 23 bis e 23 ter del d.l. 25 maggio, n. 73)*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2022, n. 4, p. 847 ss.

⁴⁸ COSTI, *ult. op. cit.*, p. 581.

⁴⁹ Di ciò è prova il fatto che quando nel gennaio del 2015 la riforma è entrata in vigore, sulle 37 banche popolari esistenti, 10 avevano un attivo, determinato secondo i criteri fissati dalle norme di vigilanza, superiore ad 8 miliardi di euro, cfr. COSTI, *op. cit.*, p. 585.

⁵⁰ Cfr. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *RTDE*, 2015, suppl. al n. 4, p. 84 ss.

⁵¹ Cfr. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*, Intervento al Convegno “NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori”, Roma, 9.10.2018, p. 3, al sito www.bancaditalia.it; DI COLLI, DI SALVO, LOPEZ, *Eccesso di credito e sofferenze: il caso della crisi 2008-2009*, *Quaderni di ricerca del Credito cooperativo*, n. 2, novembre 2011, al sito www.creditocooperativo.it; MIGLIONICO, *Crediti deteriorati. Regolazioni a confronto*, Milano, 2018.

2015 ritenendolo troppo basso⁵². Il mondo delle popolari, infatti, pur auspicando la riforma del proprio comparto, non ha mai ravvisato motivi di effettiva superiorità sia di rendimento sia di governance sia di qualità del credito del modello della s.p.a. rispetto al modello cooperativo, e nel 2015 aveva proposto al Governo l'utilizzo per la fissazione della soglia l'importo di 30 miliardi, ossia quello individuato per il valore totale delle attività per la qualificazione delle banche come *significant* dall'art. 6, comma 4, lett. I) del Regolamento UE n. 1024/2013. Suddetta soglia è stata proposta nuovamente dalla categoria in un emendamento – non passato - in occasione della presentazione del Ddl Capitali in Senato⁵³.

Tutto ciò considerato, a prescindere sia dall'opinabilità dei criteri adottati nel 2015 per la determinazione della soglia, ossia la scelta di utilizzare un criterio dimensionale (gli 8 miliardi) e non qualitativo (quello della quotazione),⁵⁴ sia dalla mancata previsione nella legge di un meccanismo di adeguamento della soglia - non oggetto tantomeno di una disposizione di diritto transitorio -, sembra potersi affermare che le ragioni che hanno condotto nel 2023 il legislatore alla modifica dell'art. 29, comma 2 *bis*, del TUB possano essere due.

La prima assai semplice, forse banale, è che il legislatore del Ddl Capitali abbia aderito all'attività di *lobby* delle popolari che si auspicano per tal via di cambiare quel trend negativo che, dopo la riforma del 2015, ha consentito il rafforzamento della posizione sul mercato delle BCC. Questa ultime, infatti, hanno occupato gli spazi che prima erano delle grandi popolari che, trasformate in s.p.a., si sono allontanate dai territori di riferimento⁵⁵. La seconda è che il legislatore abbia in qualche modo rivisto l'idea per cui il modello cooperativo non consenta di assicurare un'adeguata patrimonializzazione della banca e non garantisca tantomeno la sana e prudente gestione dell'impresa⁵⁶. Ciò in linea con alcuna dottrina che ha affermato come non sia “del tutto dimostrato l'assunto che la *governance* delle popolari sia più debole”⁵⁷ e che “in realtà non ci sia differenza alcuna, in termini di buona gestione e di buon governo, tra una popolare e una s.p.a.”⁵⁸. A ciò si aggiunga che la grande dimensione, sia a livello europeo, che extraeuropeo, non costituisce ostacolo all'assunzione del modello

⁵² Cfr. TROIANO, *Le misure urgenti di intervento sulle banche popolari: limite dimensionale e governance*, in *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, cit., p. 73 ss.; LEMMA, «Too big to be popular»: il limite all'attivo delle banche popolari, *ult. loc. cit.*, p. 175 ss.

⁵³ Cfr. PIRA, *Di Capitali, la Lega rilancia le Popolari. Emendamento per portare a 30 miliardi il tetto all'attivo*, al sito www.Milanofinanza.it, 3 ottobre 2023

⁵⁴ Cfr. TROIANO, *op. cit.*, p. 75. Nel *Parere* della BCE alla legge del 2015 si faceva presente che il criterio dimensionale dell'attivo fosse “coerente con l'attuale distinzione tra banche popolari con un'ampia portata territoriale ed operativa, che presentano un modello di business simile a quello adottato dalle banche commerciali, e banche popolari ispirate ad un modello bancario cooperativo e mutualistico” (punto 3.3). Sulla correttezza del criterio si è espresso anche il Direttore Generale della Banca d'Italia dell'epoca, Rossi, in occasione dell'Audizione nell'ambito dell'istruttoria legislativa sul disegno di legge C.2844, del 17 febbraio 2015, il quale sottolineava come tale valore “*coglie opportunamente la distinzione tra le due classi dimensionali*” riferibili alle 37 banche popolari esistenti, sussistendo “*un salto netto tra le prime 10, con attivi almeno a doppia cifra, e le restanti 27*”.

⁵⁵ Le grandi popolari hanno gradatamente ridotto il loro interesse localistico operando altre scelte strategiche, con possibili deflussi operativi in alcuni settori che sono stati poi oggetto di modelli di business da parte delle BCC. Cfr. GRECO, *La crescita a sorpresa delle BCC, nel 2021 meglio delle altre banche*, in *Repubblica, Affari e Finanza*, 4 aprile 2022.

⁵⁶ Cfr. COSTI, *op. cit.*, p. 575; ONADO, *Proporzionalità va cercando che è si cara... dalla riforma Italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi.*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2022, n. 4, p. 479 ss.; DE BUSTIS, *Riforma delle popolari e sana gestione aziendale in un'ottica manageriale*, in *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, cit., p. 48.

⁵⁷ Cfr. BROGI, *op. cit.* p. 41.

⁵⁸ Cfr. DE BUSTIS, *op. cit.*, p. 78.

cooperativo e in molti Paesi, le banche cooperative si segnalano sia singolarmente, sia a livello di sistema tra gli intermediari creditizi di maggiore rilevanza e di maggiore efficienza⁵⁹.

Di talché, la *ratio* della scelta del limite di 16 miliardi sembra potersi rintracciare nel dato per cui solo le banche con effettiva maggiore complessità della gestione evidenzerebbero esigenze organizzative per far fronte alle quali il modello della s.p.a. fornirebbe strumenti più adeguati, in sostanza così confermando la fuoriuscita dal modello cooperativo unicamente per i grandi istituti della categoria⁶⁰. Argomentazioni queste ultime che vanno ovviamente contestualizzate in un'ottica di tutela del localismo⁶¹ e di superamento della desertificazione bancaria, fenomeno quest'ultimo che è stato la conseguenza della massiva chiusura degli sportelli bancari e delle numerose e significative aggregazioni avutesi negli ultimi anni⁶².

In conclusione, sembra che se nel 2015 attraverso l'imposizione della soglia di 8 miliardi, si sia voluta creare una netta cesura fra banche popolari e banche di credito cooperativo, nel 2023 con l'aumento a 16 miliardi si sia invece voluto riposizionare le popolari all'interno nel mondo della cooperazione di credito, lasciando solo a quelle di maggiori dimensioni le diverse funzioni e prospettive che identificano le s.p.a.⁶³.

Appare quindi in conclusione che il Ddl Capitali del 2023, salva la considerazione per cui "il confronto fra l'efficienza di un modello sociale e quella di un altro non debba essere rimesso al legislatore, ma debba essere riservato al mercato, in grado di espellere i modelli organizzativi inefficienti"⁶⁴, abbia - nel rispetto della diversità bancaria - correttamente rivalutato il tipo cooperativo, con un recupero, perlomeno per quelle entità creditizie di non eccessiva complessità operativa, della centralità del consenso democratico rispetto al modello della s.p.a., caratterizzata invece da logiche "proprietarie"⁶⁵.

⁵⁹ Cfr. SEPE, *Finalità e disciplina del recesso nella riforma delle banche popolari: prime riflessioni*, in *La riforma delle banche popolari*, cit., p. 114.

⁶⁰ Cfr. BLANDINI, *Localismo e ricorso al mercato di capitali delle banche di credito cooperativo nell'ultimo atto della riforma del diritto societario (con notazioni sparse sugli eccessi di delega del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 675 ss.; OPPO, *L'essenza della cooperativa e studi recenti*, in *Diritto delle società, Scritti giuridici*, II, Padova, 1992, p. 501; PELLEGRINI, *Commento sub art. 35 TUB*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretta da Capriglione, tomo I, Padova, 2018, p. 365 ss.; PAOLUCCI, *Commento all'art. 35 T.u.b.*, in *Codice delle Cooperative*, a cura di Paolucci, Torino, 2005, p. 411 ss.; PRESTI, *Dalle casse rurali ed artigiane alle banche di credito cooperativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, p. 179 ss.; VERCELLONE, *Cooperazione e imprese cooperative*, in *Noviss. Digesto*, 1959, vol. IV, p. 822 ss.

⁶¹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Per un nuovo "trade off" tra localismo e stabilità*, in *RTDE*, 2018, n.3, supplemento, p. 4 ss.; SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, in *RTDE*, 2019, n. 1, p. 52.

⁶² Cfr. ROSSI, *La perdurante specialità delle banche popolari, tra crisi finanziaria globale e prospettive di riforma*, in *Amministrazione in cammino*, 2018, n. 2, p. 44; SABBATELLI, *La riforma del credito cooperativo*, cit., p. 65 ss.

⁶³ Cfr. ROCCHI, *op. cit.*, p. 705 ss.

⁶⁴ Cfr. COSTI, *op. cit.*, p. 586

⁶⁵ Cfr. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, cit., p. 100.

SISTEMA SOCIETARIO COME SISTEMA INFORMATIVO NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Dario Scarpa

Sistema societario come sistema informativo nelle società quotate*

(*Corporate system as an information system in listed companies*)

Dario Scarpa,

Professore Associato in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano Bicocca

ABSTRACT [En]:

Under the corporate system, the contract plays a key role in regulating the relationship between shareholders; in this view, information is the crucial element for the full protection of shareholders and stakeholders of the company. Within the dynamics of the law of corporations, private autonomy may succeed in regulating in detail the operating procedures of the corporation, thereby adjusting the information rights of shareholders with the protection of stakeholders.

Keywords: information; listed companies; market; information rights of shareholders.

ABSTRACT [It]:

Il sistema societario prevede che il contratto abbia un ruolo fondamentale nella regolamentazione dei rapporti tra i soci; in questa ottica, l'informazione è l'elemento cruciale per la piena tutela dei soci e dei creditori della società. All'interno delle dinamiche del diritto delle società di capitali, l'autonomia privata può riuscire a regolamentare in dettaglio le modalità operative di funzionamento della società, con ciò adeguando il diritto di informazione dei soci con la tutela dei creditori.

Parole chiave: informazione; società quotate; mercato; diritto di informazione dei soci.

Sommario: 1. Sistema societario come sistema informativo. - 2. Informazione e sua prevedibile evoluzione. - 3. Informazione tra costi e assetti proprietari. - 4. Obblighi informativi verso l'esterno. - 5. Circolazione interorganica di informazione nelle quotate. Rinvio. - 6. Obblighi informativi nella filosofia di *full disclosure*.

1. SISTEMA SOCIETARIO COME SISTEMA INFORMATIVO

L'informazione societaria, intesa quale insieme degli adempimenti informativi e dei comportamenti che l'ordinamento prescrive, è ormai assunta al rango di bene pubblico, considerato che, pur avendo *prima facie* ad oggetto affari privati di persone fisiche e giuridiche, tuttavia essa risulta trascendere l'interesse di tali soggetti, investendo inevitabilmente anche le scelte ed i comportamenti degli *stakeholders*, portatori anch'essi di interessi

meritevoli di tutela, e del mercato in generale¹.

La giustificazione dell'intervento imperativo del legislatore a sostegno della trasparenza informativa² prende le mosse dalla affermazione della valenza pubblicistica attribuita al bene-informazione societaria e dalla constatazione circa la tendenziale inadeguatezza ed insufficienza delle informazioni fornite dalle società su base volontaria (*voluntary disclosure*), in assenza di una qualsivoglia regolazione delle dinamiche di *disclosure* a livello normativo³.

La misura dell'ampiezza della *voluntary disclosure* scaturisce da un'analisi costi-benefici che l'emittente effettua, in quanto la produzione e diffusione di informazione innegabilmente comporta dei costi per i soggetti interessati. In particolare, l'informazione assume la veste di costo indiretto allorché la si ponga in relazione al pericolo di perdita di competitività, riflesso eventuale di una politica societaria orientata verso la trasparenza informativa⁴.

L'informazione ha la caratteristica, una volta prodotta, di essere acquisibile, in linea di principio, da qualsiasi soggetto diverso dal produttore originario, ad un costo inferiore rispetto a quello sostenuto da quest'ultimo. In altri termini, si osserva che l'attività di produzione dell'informazione dà luogo in tal caso ad una esternalità positiva. Secondo la teoria dell'esternalità, quando i benefici di una determinata attività non ricadono interamente sul soggetto che li ha generati, la quantità di risorse che viene destinata alla predetta attività è inferiore alla quantità ottima dal punto di vista sociale.

Constatata la presenza di tali esternalità, è possibile indurre le società a destinare alla *disclosure* una quantità ottima di risorse solo qualora siano assicurati dei meccanismi in grado di internalizzare le esternalità, meccanismi, cioè, in grado di far ricadere sul soggetto che le ha prodotte i benefici da esse derivanti. Il dato normativo dovrebbe muoversi in questa direzione, attesa la asserita presenza di esternalità che non favoriscono chi diffonde informazioni⁵.

L'informazione va dunque considerata a pieno titolo come una variabile fondamentale nella determinazione dell'andamento dei mercati finanziari. Assumono rilevanza cruciale il contenuto e la modalità di circolazione dei flussi dell'informazione finanziaria. Al problema dell'incertezza si accompagna infatti la generale eterogeneità informativa che caratterizza gli operatori, a seconda dei rispettivi gradi di competenza specifica, di

*Il presente contributo è stato approvato dai revisori.

¹ Si consiglia la lettura di STIGLER, *The Economics of Information*, in 69 *Journ. Pol. Ec.*, 1961, 213; HIRSCHLEIFE, *Where We Are in the Theory of Information?* in 63 (2) *Amer. Ec. Rev.*, 1973, 31; HIRSCHCEIFER e RILEY, *The Analytics of Uncertainty and Information. An Expository Survey*, in 17 *Journ. Ec. Liter.*, 1979, 1375.

² Che si sostanzia nell'imposizione di un regime di *mandatory disclosure* o informativa obbligatoria.

³ BONAVERA, *Rapporto tra amministratori e società: parasubordinazione e rito applicabile* (nota a Cass. 7 marzo 1996, n. 1793), in *Le Società*, 7/1996, 797; BORGIOI, *Rassegna di diritto societario (1977-1980) - Amministratori*, in *Riv. soc.*, 1984, 1245.

⁴ Cfr. COVELLI, *L'organo amministrativo della s.p.a. nella proposta di V Direttiva CEE* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 124; CUPIDO, *Delibera del c.d.a. adottata col voto favorevole di uno solo degli amministratori*, in *Le Società - Casi e questioni*, 1990, Caso 296.

⁵ In arg. GRIPPO, *Alcune riflessioni sulla collegialità del Consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Giur. it.*, 1975, I, 71; GUIDOTTI, *Amministratore di fatto e negotiorum gestio*, in *Giur. it.*, 4/2000, 770; JAEGER, *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189.

vicinanza alle fonti delle informazioni e di capacità di raccolta e analisi⁶.

L'eterogeneità informativa tra gli operatori produce sui mercati effetti rilevanti, che sono particolarmente evidenti nei rapporti bilaterali. Una situazione tipica è quella della presenza di asimmetria informativa, che si verifica quando un operatore è in possesso di informazioni di cui non dispone la sua controparte⁷.

L'asimmetria informativa non solo danneggia singoli operatori meno informati, ma concorre anche a indebolire l'efficienza del mercato finanziario, minacciando, al limite, la sua stessa esistenza. In un quadro di scarsa omogeneità informativa, se gli investitori non sono in grado di valutare correttamente il grado di rischio dei diversi strumenti, privilegiano progetti rischiosi; altri progetti, meno rischiosi, saranno così privi di adeguati finanziamenti⁸.

Si assisterà quindi a una distorsione delle condizioni di efficienza allocativa del mercato, con il progressivo rarefarsi delle possibilità di finanziamento. Si pone quindi il problema di introdurre forme di regolamentazione dei processi di formazione, diffusione e utilizzo dell'informazione, volte a garantire le condizioni necessarie per l'efficienza dei mercati finanziari⁹.

⁶ Si veda MACRÌ, *A proposito di rapporto amministratori-società: la c.d. parasubordinazione* (nota a Cass. 14 dicembre 1994, n. 10680), in *Le Società*, 5/1995, 635; MANFEROCE, *La proposta di V Direttiva CEE* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società", intervento), in *Le Società*, 2/1985, 166; MARZIALE, *La proposta di V Direttiva CEE sull'armonizzazione del diritto delle società: il fondamento giuridico e l'impatto sull'ordinamento italiano* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 121; MENGHI, *La cauzione degli amministratori dopo l'abrogazione dell'art. 2387, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 597.

⁷ CHIOMENTI, *Il principio della collegialità dell'amministrazione pluripersonale nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, I, 319; COLAVOLPE, *Condizioni per il cumulo dei rapporti di amministrazione e di lavoro dipendente* (nota a Cass. 12 gennaio 2001, n. 329), in *Le Società*, 6/2002, 690; COLLIA, *Natura del rapporto tra amministratore delegato e società* (nota a Trib. Bologna 4 luglio 2002), in *Le Società*, 2003, 1140.

⁸ Volendo definire, sotto l'aspetto economico aziendale, l'iniziativa economica, si può affermare che quando si pongono insieme, in modo organizzato, risorse e competenze, al fine di ottenere un predeterminato prodotto finale, in un periodo di tempo altrettanto definito e programmato, in realtà si dà luogo ad un *progetto*. Quando si parla di progetti, nei quali identificare gli specifici affari, si fa riferimento a progetti che abbiano un intento lucrativo da perseguire, che abbiano quali committenti soggetti esterni all'impresa, che conducano alla realizzazione di prodotti da cedere a terzi, non, invece, progetti che hanno un'utilità esclusivamente interna alla stessa impresa. Il campo di applicazione elettivo delle nuove norme si ritrova in imprese che per loro natura già si ritrovano ad avere strutture organizzate per progetti o in ogni altra impresa che in via temporanea, sotto spinte di varia natura, ma in particolare legate alla necessità di migliorare e di potenziare la posizione competitiva sul mercato, intraprende progetti, magari sperimentali. La riuscita del progetto potrà anche indurre a creare nuove aree strategiche, a invadere nuovi mercati, a dar luogo a combinazioni durature con altre imprese, attraverso combinazioni e strutture di carattere stabile. Esistono imprese che per caratteristiche intrinseche si presentano elettivi campi di applicazione, in quanto usualmente organizzate per progetti, quali quelle di ingegneria, quella edile, quella di sviluppo software etc... In dette imprese, accanto ad una struttura di base di carattere permanente organizzata per funzioni, si ritrovano strutture che nel tempo variamente si modellano, si modificano e si ricompongono sulla base appunto di progetti a ciclo limitato nel tempo, in corrispondenza a specifiche e diversificate esigenze della clientela. La presenza di progetti può rinvenirsi anche in altre imprese, la cui organizzazione non è per sua natura strutturata su di essi, ma nelle quali le occasioni di intraprenderne possono essere varie. E' l'esigenza di una continua innovazione che spinge a creare progetti: per sviluppare nuovi prodotti, per sperimentare nuovi mercati ed entrare in nuove aree economiche. Quando il segmento patrimoniale oggetto di destinazione è impiegato per la realizzazione di una attività con contenuto innovativo risulta utile il ricorso a forme organizzative c.d. *adibocratica*. Le strutture *adibocratiche* sono usate da imprese che presentano progetti ad alto contenuto innovativo nei confronti della clientela (*adibocrazia* operativa) o verso se stesse (*adibocrazia* amministrativa). In tema si veda MINTZBERG H., *Structure in Fives. Designing Effective Organizations*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1983.

⁹ ROSSI, *Le regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1/2001, 6; ABBADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in Atti del Convegno di Alba del 20 novembre 2004, "La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema", in *Le Società*, 3/2005, 280.

L'allargamento della base di informazioni disponibili al mercato costituisce uno degli strumenti da privilegiare per ridurre il grado di incertezza e per agevolare il processo di allocazione ottimale delle risorse finanziarie. L'obiettivo di pervenire a un mercato efficiente sotto il profilo informativo può essere raggiunto con la puntuale individuazione e la conseguente regolamentazione di tutte le situazioni particolari in cui alcuni soggetti siano, anche solo potenzialmente, in grado di sfruttare la propria posizione per trarre profitto da situazioni di asimmetria informativa. Si deve procedere, di guisa, prevedendo nei confronti di questi soggetti da un lato obblighi di trasparenza, dall'altro controlli sui comportamenti¹⁰.

Occorre distinguere le informazioni endogene, che derivano, per così dire, automaticamente dall'attività propria dei singoli soggetti, da quelle che sono invece il risultato di elaborazioni e di specifiche ricerche. Bisogna considerare che l'organizzazione di un processo di analisi e di produzione di nuovi flussi informativi da parte di singoli soggetti ha senso se è strettamente collegata alla possibilità di una fruizione esclusiva, o quantomeno prioritaria, da parte degli stessi soggetti¹¹.

La regolamentazione del fenomeno dei gruppi¹² si presenta come una funzione complessa che deve puntare a favorire la compatibilità degli elementi di efficienza connessi alla forma organizzativa di gruppo con gli obiettivi di trasparenza e di tutela degli azionisti. Il gruppo non è regolamentato in maniera organica, ma con riferimento a specifici aspetti e con criteri non sempre omogenei per quanto attiene, per esempio, alla nozione di controllo¹³.

Tale regolamentazione normativa è mirata a favorire la trasparenza di questa forma di organizzazione di attività economiche che, per sua natura, presenta elementi di scarsa chiarezza sistematica.

La scarsa trasparenza strutturale dei gruppi presenta caratteristiche fisiologiche, connesse al funzionamento di meccanismi allocativi che si svolgono all'interno del gruppo¹⁴. Sono però possibili anche

¹⁰ Cfr. DOMENICHINI, *Amministratori di s.p.a. e azione di responsabilità* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società" su "Responsabilità di amministratori e sindaci", intervento), in *Le Società*, 5/1993, 612; DOMENICHINI N., *Responsabilità civile degli amministratori ex art. 146 L.F.: gli amministratori di fatto* (commento a Trib. Milano, Sez. II Civ., 21 dicembre 1992), in *Società e diritto*, 1993, 355; EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 617; ENQUIRES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 144.

¹¹ PACCHI PESUCCI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606; PEDERZINI, *Investitura rappresentativa dell'amministratore delegato di società e opponibilità delle relative limitazioni ai sensi dell'art. 2384, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 613; PERASSI M., *Sull'opponibilità ai terzi della dissociazione fra potere deliberativo e rappresentativo nella amministrazione di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1988, II, 99.

¹² In tema si veda SPADA, *Gruppi di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, II, 221 e ss.; GALGANO, *L'oggetto della holding è dunque l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. e impr.*, 1990, 401 ss.; ID., *Il punto sulla giurisprudenza in materia di gruppi di società*, in *Le Società*, 1991, 897 e ss.; JAEGER, *Considerazioni "parasistematiche" sui controlli e sui gruppi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 476 e ss.; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da "i battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, 48 e ss.; MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, 753 e ss.; GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841 e ss.; BIN, *Gruppi di società e diritto commerciale*, in *Contr. e impr.*, 1990, 507 e ss.; SALAFIA, *Patologia dei gruppi di società*, in *Le Società*, 1995, 1141 e ss.

¹³ Attualmente, nella regolamentazione del mercato mobiliare, il gruppo è considerato con riferimento alla presentazione dell'informativa contabile, all'operatività dei gruppi sul mercato, ai passaggi del controllo, all'informativa sulle partecipazioni rilevanti, alla determinazione dei criteri di ammissione a quotazione.

¹⁴ Cfr. in arg. SPADA, *L'amministrazione delle società per azioni tra interesse sociale e interesse di gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 233 e ss.; FERRO-LUZZI, MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 419 e ss.; VELLA, *Le società holding*, Milano, 1993; LAMANDINI, *Il "controllo": nozione e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1995; SCOGNAMIGLIO, *Gruppi*

manifestazioni di tipo patologico, dovute alla possibilità di comportamenti opportunistici derivanti dalle rilevanti asimmetrie informative, difficilmente sanzionabili con i tradizionali strumenti del mercato¹⁵.

La necessità di garantire adeguate condizioni di trasparenza è resa ancor più stringente dalla debolezza strutturale del meccanismo allocativo della proprietà e del controllo nel mercato italiano. Le funzioni che nei sistemi anglosassoni sono svolte dal mercato del *corporate control* e nei sistemi continentali dalle istituzioni finanziarie, nel sistema giuridico italiano hanno scarso sviluppo e rendono meno efficaci i meccanismi di formazione, diffusione e selezione delle informazioni che sono alla base di un efficiente mercato azionario¹⁶.

Il processo informativo interno risulta finalizzato alla corretta gestione dell'impresa, il processo informativo esterno tende verso l'esigenza di informazione e di controllo dei soci di minoranza, dei terzi e del mercato e verso la corretta ricostruzione del patrimonio della società e dei singoli rapporti posti in essere nell'esercizio dell'attività sociale¹⁷.

Atteso che secondo la teoria dell'agenzia l'amministratore è l'agente e il socio è il principale, l'agente, se vuole ridurre la propria responsabilità, deve portare a conoscenza dei soci le decisioni in ordine all'affare sociale prima di porlo in essere¹⁸.

La responsabilità degli amministratori nei confronti dei terzi e del mercato è, quindi, tanto maggiore quanto minore è l'informazione fornita ai terzi. I terzi, infatti, hanno diritto a ricevere informazione legale della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società, informazione che sia chiara, vera e corretta, in quanto la responsabilità dei soci di società quotate è limitata e ciò spiega la necessità del diritto all'informazione a favore del mercato e dei terzi¹⁹.

Si evidenzia che condizioni essenziali perché la società gerente di un'impresa collettiva si affermi sul mercato e si sviluppi sono, oltre che la capacità imprenditoriale delle persone preposte alla gestione dell'azienda,

di imprese e diritto delle società, Roma, 1989; ID., *Prospettive della tutela dei soci esterni nei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 1995, 420 e ss.; LIBONATI, *Responsabilità della capogruppo per impegni assunti dalle società controllate*, in *Quaderni Giur. impr.*, 1991, n. III, 5 e ss.; BONELLI, *Il conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 219 e ss. Per l'aspetto economico (aggiornato) del fenomeno gruppi cfr. anche BARCA, *Il gruppo nei modelli delle imprese: profili teorici, verifiche empiriche e spunti per una riforma*, in *I gruppi di società*, I, 83 e ss.

¹⁵ In tema ROSSI-STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 4 e ss.; va notato come la società si muova su due piani, o meglio, su due diversi mercati, vale a dire quello merceologico (i beni e i servizi prodotti) e quello finanziario.

¹⁶ Per una visione comparatistica si veda KRONMAN, *Mistake, Duty of Disclosure, Information and Law of Contracts*, in *Journal of Leg. Stud.*, 1978, 4; BEALES, CRASWELL, SALOP, *The Efficient Regulation of Consumer Information*, in *Journal of Law & Econ.*, 1981, 491; SCHULZE, EBERS, GRIGOLEIT, *Informationspflichten und Vertragsschluss im Acquis communautaire*, Tübingen 2003, con recensione di TROIANO in *Riv. dir. civ.*, 2005, 94; HERTEUX, *Les informations des actionnaires et des épargnants. Etude comparative*, Paris 1961; BALATE, STUYCK, *Pratiques du commerce. Informations et protection du consommateur*, Bruxelles, 1988.

¹⁷ In tema ZAMPERETTI, *Il "nuovo" conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Le Società*, 9/2005, 1085.

¹⁸ PAVONE LA ROSA, *La disciplina della grande impresa tra disciplina della struttura societaria e disciplina del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 137; ID., *Proposte di disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 577; PISONI, PUDDU, *Società quotate in borsa: i principali indicatori*, in *Impresa*, 2002, 1526.

¹⁹ Cfr. DALMARTELLO, *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza (membro del Comitato esecutivo con voto consultivo?)*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 795; DEVESCOVI F., *Controllo degli amministratori sull'attività degli organi delegati*, in *Riv. soc.*, 1981, 79; GRASSETTI C., *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza (membro del Comitato esecutivo con voto consultivo?)*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 807; GUGLIELMUCCI, *La responsabilità di amministratori, liquidatori e sindaci nelle società per azioni*, in *Le Società*, 2/1982, 121.

anche la quantità e la qualità delle informazioni che sull'andamento della gestione e su particolari momenti della vita sociale vengono diffuse e la quantità e la qualità dei controlli che sulla gestione stessa vengono svolti.

Le informazioni sono necessarie non solo per attirare capitale in cerca di investimento nella società ma anche per persuadere dell'utilità dell'investimento già fatto coloro che partecipano alla vita sociale o con la prestazione del capitale di rischio o con l'erogazione del capitale di credito²⁰.

Viene chiarito, anche attraverso un'analisi comparatistica, come il legislatore italiano, nel regolare la costituzione e l'attività delle società quotate, in particolare, ha avuto cura di imporre agli amministratori una serie di obblighi di informazione e di organizzare un sistema di controlli, allo scopo evidente di rendere, per quanto possibile, trasparente l'amministrazione della società, spesso condotta da persone diverse da quelle che prestano i capitali di esercizio, e di assicurare, entro certi limiti, la conformità della gestione dell'impresa alla legge e allo scopo sociale²¹.

2. INFORMAZIONE E SUA PREVEDIBILE EVOLUZIONE.

Nelle società quotate si passa dalla *hard information*, quale mera comunicazione solida dei numeri, alla *soft information*, vale a dire informazione non verificabile, priva di un riscontro fattuale.

L'informazione societaria è concetto latamente diverso da quello di previsione, quale evoluzione insuscettiva di fornire dati ed elementi numerici concreti di raffronto e capace di rappresentare modifiche di scarsa importanza ed attendibilità⁸⁷.

Per le società quotate la *soft information* acquisisce un ruolo determinante in quanto destinata a rappresentare, in tutto o in parte, all'esterno la situazione economico-finanziaria della società e, di guisa, influenzare le scelte degli investitori. I dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, terzo comma, c.c. si collocano in un quadro di riferimento di studi di mercato e di *budget* per essere attentamente analizzati dagli *stakeholders*, al contrario, l'informazione di natura previsionale risulta priva di attualità⁸⁸.

Il ruolo dell'informazione all'interno delle dinamiche sociali è connesso alla concentrazione proprietaria, alla nascita di un mercato per il controllo del capitale e al conseguente fenomeno della contendibilità del

²⁰ Si veda ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, 607; MACRI, *Ancora sul diritto di informazione dei soci e sulla chiarezza del bilancio*, in *Giur. comm.*, II, 2006, 192; SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, in *Giur. comm.*, II, 2006, 632; DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, 585.

²¹ MINERVINI, *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza* (membro del Comitato esecutivo con voto consultivo?), in *Giur. comm.*, 1980, I, 812.; SCOTTI CAMUZZI S., *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza* (membro del Comitato esecutivo con voto consultivo?), in *Giur. comm.*, 1980, I, 785.

⁸⁷ Al riguardo si legga DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 39 e GUIDANTONI, *La riforma societaria e i nuovi obblighi di informativa: le comunicazioni infrannuali*, in *Società*, 2004, 1352.

⁸⁸ FAUCEGLIA, *Note in tema di rappresentanza nelle società per azioni* (nota a Cass. civ. 9 novembre 1983, n. 6621), in *Giur. comm.*, 1985, II, 482; ID., *Profili del potere degli amministratori in tema di aumento del capitale sociale* (nota a Trib. Palermo 11 ottobre 1983), in *Giur. merito*, 1985, 626; FERRARI M.P., *Opponibilità ai terzi delle limitazioni al potere di rappresentanza* (nota a Cass. 8 novembre 2000, n. 14509), in *Le Società*, 4/3001, 418.

controllo. La contendibilità del controllo e il contesto competitivo che essa genera hanno importanti riflessi sulle *performance* dell'impresa. Il controllo sul capitale infatti si ottiene e si perde sul mercato, ed è il mercato appunto a determinare anche il successo o il crollo di una società.

La non contendibilità, ovvero la scarsa apertura all'apporto di capitale di rischio da parte di terzi, costituisce un freno alla crescita dimensionale, ma la crescita dimensionale è indispensabile al raggiungimento di economie di scala senza le quali l'economicità della gestione non è più garantita⁸⁹.

I possibili comportamenti scorretti degli amministratori (i c.d. *agent* secondo la teoria dell'agenzia), gli abusi a danno degli azionisti di minoranza, i conflitti tra azionisti di riferimento rappresentano ostacoli al corretto funzionamento degli organi societari e costituiscono intralci alla crescita economica della società⁹⁰.

Raggiunti certi livelli dimensionali, il reperimento di risorse non può più avvenire attraverso l'autofinanziamento o il ricorso al capitale di debito, perciò si impone che la società si rivolga al mercato per attirare i mezzi di cui necessita⁹¹. Gli investitori decidono di acquistare azioni di una società quotata sulla base dei profitti futuri che da questa si aspettano di ottenere⁹².

L'informazione costituisce nei confronti dei finanziatori una delle garanzie che gli imprenditori possono negoziare per riuscire ad ottenere crediti, evitando forme di ingerenza diretta nel controllo societario; viene a crearsi un evidente nesso di causalità tra esercizio trasparente dell'attività d'impresa ed acquisizione di finanziamenti. Le società quotate saranno incentivate a offrire informazioni che siano chiare e veritiere⁹³, avvalorate da certificazioni esterne che rafforzano la reputazione aziendale, avendo in cambio di potere minimizzare il costo e i tempi di erogazione del finanziamento.

La divulgazione di informazioni sui progetti che la società ha intenzione di portare a compimento consente di recuperare lo svantaggio nella ricerca dell'equilibrio finanziario migliore, riducendo le asimmetrie informative⁹⁴ per potenziali futuri finanziatori e creditori sociali di guisa che questi vengano indotti a richiedere

⁸⁹ In tema JAEGER, *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 1986, 616 e ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

⁹⁰ Cfr. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 33; NOVAK e MC CABE, *Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director*, in *Corp. Gov. Eur. Rev.*, 2003, 301; ONADO, *Mercati e intermediari finanziari-economia e regolamentazione*, Bologna, Il Mulino, 2000, 14.

⁹¹ Per un maggior approfondimento si legga BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile* diretto da PERLINGIERI, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 10 e ss.; TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da GALGANO, XXXV, Padova, CEDAM, 2006, 81 e ss.

⁹² In argomento si veda COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995, 3 e ss.; EASTERBROOK FH., FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996, 10 e ss.

⁹³ In tema BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, CEDAM, 2001, 20.

⁹⁴ Con l'espressione asimmetria informativa si fa riferimento al fatto che le informazioni sono distribuite in modo e quantità diverse tra i vari soggetti che operano in un determinato contesto. La presenza di asimmetrie informative ostacola il raggiungimento di un ottimo sociale attraverso la libera contrattazione tra le parti. L'asimmetria informativa genera due problemi: l'azzardo morale (*moral hazard*) e la selezione avversa (*adverse selection*). L'azzardo morale si ha quando l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*. Se il *principal* può disporre di informazioni dettagliate sul comportamento dell'*agent*, quest'ultimo farà attenzione a mettere in atto comportamenti scorretti per la paura di essere scoperto. Nel caso

forme di garanzie sempre minori⁹⁵.

Informazione e previsione sono concetti diversi essendo la previsione sganciabile da elementi numerici concreti e tesa a rappresentare evoluzioni di modesta attendibilità, dettate dalla finalità di giustificare al consiglio gli scarsi risultati della gestione fino a quel momento condotta.

L'atteggiamento degli organi delegati dovrà dunque conformarsi a prudenza, cercando di osservare e rappresentare la prospettiva dell'attività gestionale in termini di probabilità, vale a dire ancorare le previsioni sull'evoluzione gestionale a elementi radicati nella realtà.

Non a caso la norma circoscrive le previsioni degli organi delegati unicamente alla evoluzione prevedibile, a quegli sviluppi cioè che, secondo *l'id quod plerumque accidit* conseguono a un determinato complesso di circostanze di fatto, secondo un metodo che si fonda su elementi gravi, precisi e concordanti e non su astratte e generali considerazioni di natura economica. La norma sembra qui richiamare la proiezione dell'attività gestionale a un postulato intrinseco di razionalità⁹⁶.

Il tema in esame è di particolare delicatezza per le società quotate, in quanto la *soft information*⁹⁷ è destinata

dell'azzardo morale, l'*agent* si lascia andare a comportamenti scorretti perché sa che il *principal* non può disporre di abbastanza informazioni per scoprire tali scorrettezze. La selezione avversa si ha quando il *principal*, nello scegliere l'*agent*, non può fare una scelta ottimale perché non dispone di abbastanza informazioni per valutare con precisione le capacità effettive di ogni candidato. La scelta che viene fatta non è ottimale perché esclude, da un lato la scelta peggiore, ma dall'altro anche quella migliore.

⁹⁵ MARSH suddivide la *soft information* in tre principali sottocategorie: proiezioni di guadagni futuri (*projections of future earnings*); valutazioni dei cespiti diverse dai valori di bilancio (*appraisals of assets*); giudizi sulla capacità e rispettabilità del management (*evaluations of management*). SCHNEIDER sottolinea il fatto che la *soft information* non è agevolmente definibile e che tra essa esistono molte categorie di informazioni che non esauriscono il genere, tra di esse egli ricorda: proiezioni e previsioni contenute nei piani e nei *budget* della società emittente (proiezioni di vendite, incidenza dei costi operativi in relazione al livello di fatturato, oneri finanziari previsti in relazione agli investimenti futuri, etc...); informazioni relative all'attività futura della compagnia in relazione al suo mercato, dati statistici sui suoi concorrenti (utili per valutare la quota e la forza di mercato della compagnia in esame); valutazioni riguardanti la competenza e l'integrità del *management*; stime sul valore dei beni patrimoniali differenti dai valori ufficiali di bilancio; asserzioni della dirigenza relative alle motivazioni che hanno portato il *management* a prendere determinate decisioni, come l'approvvigionamento di fattori produttivi da altro fornitore o l'interruzione della collaborazione con un consulente esterno, il tutto per fornire al lettore dell'informazione elementi di verifica oggettiva dei comportamenti aziendali. KRIPKE definisce la politica di trasparenza della SEC una *backward-oriented disclosure* cioè orientata al passato: in essa si trattano solo i fatti che sono solo la base ragionevole su cui effettuare le previsioni del futuro necessarie per determinare il dato di sintesi consistente nel valore della *security*. La conseguenza di tutto ciò significa la soppressione della chiave assoluta dell'informazione di ogni investitore potenziale di valori mobiliari che è rappresentata dalle proiezioni del *management*. Nel normale corso della gestione il *management* oltre a preparare *budget* e formulare proiezioni concernenti risultati economico-finanziari (come vendite, spese e profitti) spesso sviluppa o ha a disposizione molti altri tipi di informazioni prospettiche non riferite specificamente a risultati economico-finanziari ma riguardanti materie come: a) piani per i suoi prodotti, programmi di *marketing*, metodi di finanziamento del personale, strategie generali del *business*; b) piani di espansione, contrazione o ridirezione degli affari; c) piani di acquisizione di altre compagnie; d) informazioni sui beni patrimoniali esistenti che includono proiezioni ragionevoli sul reale valore di essi rispetto a quello iscritto nei libri contabili (*book value*).

⁹⁶ ROVELLI, *Limiti alla delega di poteri amministrativi* (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.), in *Le Società*, 12/1989, 1319; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 6/1986, 616; ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 2/1998, 129; SANTINI, *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

⁹⁷ La SEC, in un suo rapporto del 1969, affermava: "Un reale pericolo emerge, dai casi studiati e passati in rassegna dalla Commissione, ed è che alle proiezioni che appaiano nei prospetti e negli altri documenti obbligatori previsti dalla legge sulle *securities* sia accordata una grande misura di validità, rispetto a quella che realmente meritano, dagli *unsophisticated investors*". Da ciò emerge che la SEC nel decidere il proprio orientamento fu influenzata, principalmente, dalla paura che gli investitori potessero dare troppa credibilità alle informazioni *forward-looking*. SCHNEIDER critica tale approccio e pose in

a riversarsi, in tutto o in parte, all'esterno della società e a influenzare conseguentemente le scelte degli investitori. Vi sono, da un lato, i dati previsionali contenuti negli eventuali piani strategici di cui all'art. 2381, terzo comma, c.c., che si inseriscono in un quadro di riferimento preciso fatto di studi di mercato e di *budget* e che possono essere attentamente analizzati, dall'altro vi è una informazione previsionale non corredata di un supporto fattuale preciso.

Momento d'analisi per l'informativa endoconsiliare delle società non quotate, può essere ravvisato nella disciplina dell'art. 6 della sezione IA.2.17 delle *Istruzioni al Regolamento dei Mercati*, le cui modifiche, in vigore dal 1° febbraio 2005, regolano i comunicati *price sensitive* inerenti a dati previsionali o obiettivi quantitativi⁹⁸.

evidenza il fatto che la Commissione sottovalutò le capacità dei risparmiatori, i quali sono abituati a trattare con la *soft information* attraverso i normali meccanismi dei mercati. Attraverso un'analisi costi/benefici, il beneficio derivante da un maggior grado di informazioni rilevanti nel documento istituzionale adibito alla sollecitazione del pubblico risparmio giustifica il rischio, definito minimo, che alcuni risparmiatori attribuiscono un'alta credibilità alle informazioni *soft*. Quindi in considerazione del fatto che i risparmiatori si rivolgeranno ai *professional* è necessario che il *prospectus* contenga le informazioni rilevanti affinché gli *experts* compiano le valutazioni opportune, anche e soprattutto, per conto dei piccoli investitori. Pur partendo da posizioni dottrinali differenti KRIPKE e SCHNEIDER concordano sul fatto che il *prospectus* debba contenere tutta l'informazione rilevante, così come previsto dal *Securities Act* del '33, e che tra le informazioni rilevanti non possono non essere comprese le rilevazioni *soft* contenute in gran parte nelle previsioni effettuate dal *management*. Su posizioni diametralmente opposte si situa MARSH il quale ritiene che le cosiddette proiezioni del *management* non contengono un giudizio realistico ed imparziale ma rappresentano piuttosto la speranza della gestione, dopo avere scontato tutti gli effetti sfavorevoli. L'autore risulta pertanto essere in sintonia con la posizione della SEC, che ritenne l'inclusione delle proiezioni nel *prospectus* pericolosa per l'investitore che in considerazione della loro obbligatorietà sarebbe portato ad accordare ad esse un elevato livello di autenticità. Altro elemento che influenzò la linea adottata dalla SEC fu quello indicato nel punto sub 2) e cioè la potenziale responsabilità prevista dal Par. 11 e dalla rule 10b-5 antifrode del *Securities Act* del '33, alla quale sarebbero sottoposti gli emittenti per l'eventuale falsità delle informazioni riportate nel documento informativo. Il Par. 11 del *Securities Act* del 1933 impone responsabilità civile (*civil liability*) sugli emittenti (*issuer*), gli ufficiali e i direttori, gli *underwriters*, i contabili, gli ingegneri e in genere agli altri esperti che hanno contribuito alla redazione del prospetto, nel caso che il *registration statement* contenga informazioni non rispondenti alla verità oppure ometta fatti rilevanti necessari per non dare alle informazioni un significato ingannevole. Qualsiasi persona che ha acquistato una *security*, coperta dal *registration statement*, può chiamare in giudizio l'emittente (e gli esperti che hanno partecipato alla redazione del *prospectus* per le parti da loro curate) per recuperare la differenza tra il prezzo pagato per la *security* (ma non più del prezzo di offerta pubblica) ed il prezzo al quale il possessore può smobilizzare l'investimento (se ancora lo possiede), o il suo valore al tempo in cui lo ha venduto. Sotto il Par. 11 una richiesta fatta da un acquirente può essere rigettata, se l'imputato è in grado di dimostrare che l'acquirente (attore) conosceva la falsità della notizia, o l'omissione all'epoca in cui ha acquistato la *security*.

⁹⁸ La SEC generalmente optò per l'esclusione di gran parte della *soft information* dal *prospectus*, soprattutto in considerazione del fatto che risulta più difficile verificare l'accuratezza di una informazione prospettica e quindi la limitazione delle rilevazioni obbligatorie alla *hard information* rende più facile il compito della Commissione e della magistratura nello stabilire eventuali responsabilità per informazioni inadeguate. Tuttavia gli emittenti possono volontariamente inserire nel prospetto le proiezioni del proprio *management* ed altri elementi di *soft information*, salvo tuttavia essere sottoposti, anche per tali informazioni, alla responsabilità civile (*civil liability*) nei confronti degli acquirenti in caso di inclusione nel documento di informazioni ingannevoli o false, prevista dal Par. 11 e dalla rule 10b-5 del *Securities Act* del '33. Ciò ha portato gli emittenti di *securities* a costituire dei prospetti molto accurati, carichi di informazioni storiche, contenenti poche informazioni prospettiche e peraltro molto caute sul futuro andamento della società. Quella che è stata definita da Schneider la "conspirazione del silenzio" della SEC contro le *forward-looking information*, ha fatto sì che nella realtà le informazioni prospettiche vengano dischiuse dai venditori dei valori mobiliari, che spesso suppliscono alla mancanza di *soft information* nel *prospectus* con informazioni supplementari contenute in *investment memorandum* che non sono previsti dai regolamenti della SEC e indi non sono comunicazioni ufficiali. La stessa magistratura statunitense sottolineò la scarsa efficacia del prospetto, così come concepito dagli schemi regolamentari, a livello informativo. In un passaggio della sentenza "Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp." Si legge: "Nel quadro offuscato delle tecniche di redazione del *prospectus*, la buona informazione dell'investitore è dovuta molto alla misericordia dell'emittente. Egli non può dalla lettura del prospetto discernere il merito dell'offerta". Il vero problema dei valori mobiliari è che la cautela contenuta nel processo di *disclosure* ha prodotto articoli così dettagliati che pochi investitori possono fare uso di essi. Per prendere un'informata e realistica decisione di investimento i risparmiatori hanno bisogno di informazioni circa il futuro della società; infatti, gli

Il testo del comunicato deve contenere la precisazione che i dati prospettici sono vere e proprie previsioni o obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale; vanno illustrate le principali ipotesi che hanno condotto alla formulazione dei dati prospettici, con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, ai tassi di cambio, alla situazione del mercato di riferimento, segnalando quelle che riguardano fattori al di fuori del controllo della società e devono essere infine indicate le eventuali modifiche di precedenti stime comunicate al pubblico dalla società⁹⁹.

La supervisione del collegio sull'attività degli organi delegati deve comprendere tutta l'attività gestoria in un *continuum* che consente di ottenere per l'informazione endoconsiliare di società quotate il principio secondo cui occorre una chiara rappresentazione della prevedibile evoluzione del generale andamento della gestione.

3. INFORMAZIONE TRA COSTI E ASSETTI PROPRIETARI.

La dottrina giuridico-economica statunitense¹⁰⁰ ha elaborato la *contractual theory of the firm*, secondo la quale l'impresa viene vista come un insieme di contratti (*nexus of contracts*). La teoria dell'agenzia si colloca all'interno di questa visione.

investitori, a seconda della loro propensione al rischio, possono guardare principalmente alla prospettiva di incassare ora (reddito da dividendo) o in futuro (apprezzamento, liquidazione). GORMLEY sostenne anche la necessità dell'investitore di disporre delle informazioni prospettiche di altri titoli, al fine di effettuare una comparazione significativa (*meaningful comparison*) tra le varie opportunità di investimento. Tutte le cosiddette informazioni *material*, cioè rilevanti ai fini della valutazione della security. *Information is material when a reasonable investors might (consider the information) important in making an investment decision.* KRIPKE fa notare che la contabilità basata esclusivamente su costi storici della società, così come riportata nel prospetto, semplicemente non riflette la realtà, e pone l'accento ad esempio sulla discrepanza tra i dati riportati in bilancio sul valore dei beni e la loro reale valutazione, che non consente di ottenere un quadro trasparente della situazione patrimoniale, conosciuta dal management della società. GORMLEY sottolinea la necessità di includere dettagliate informazioni sul *cash flow* per potere avere una chiara visione della dinamica reddituale - finanziaria della compagnia. Essenzialmente l'informazione da includere nel *prospectus* deve possedere due caratteristiche fondamentali: affidabilità e rilevanza. BRUNDNEY nota che l'affidabilità di un evento passato *hard information* è più elevata di quella di una asserzione di un evento futuro o contingente; per il resto è più rilevante un'asserzione di eventi contingenti o futuri rispetto un'asserzione di eventi passati. È evidente che gli schemi di *prospectus* dovrebbero essere disegnati tenendo conto delle esigenze di affidabilità e di rilevanza, garantendo un adeguato livello di entrambe, e al tempo stesso dovrebbero essere concepiti in modo da essere elastici al fine di adeguarsi alle diverse fattispecie che nella realtà della pubblica sollecitazione possono verificarsi. Il problema dell'elasticità del *prospectus* rispetto alla situazione concreta è importante, perché un'eccessiva standardizzazione se da un lato consente di ottenere un elevato grado di affidabilità del quadro informativo, dall'altro può ingessare il processo informativo che verrebbe meno in termini di rilevanza, non sapendosi adeguare a situazioni concrete che si discostano dai canoni medi sul quale necessariamente è basato il disegno di standardizzazione. Come osservato da BRUNDNEY, alcuni articoli di informazione possono essere più rilevanti e affidabili di altri nel caso concreto, ad esempio nel caso di informazioni riguardanti i guadagni passati di una particolare area che possono essere più rilevanti delle informazioni sui guadagni passati dell'intera impresa.

⁹⁹ Cfr. BIANCHI, *Considerazioni introduttive alla Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 405; MARCHETTI, *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. soc.*, 1996, 418; ID., *Il sistema legislativo italiano e i sistemi di governo*, dagli atti del convegno di Assolombarda "I meccanismi dell'integrità aziendale: il sistema di corporate governance", Milano, 1996, 42; ID., *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 573; PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, 420.

¹⁰⁰ Si veda COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995. Tra i maggiori esponenti della teoria contrattuale dell'impresa si segnala EASTERBROOK, FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996. Il fondamento della teoria contrattuale consiste nel riconoscere maggiore efficienza alla fonte contrattuale del diritto delle società per azioni in quanto si ritiene che il legislatore non possa perseguire l'interesse delle parti in modo più vantaggioso delle parti medesime, né essere meglio informato sulle circostanze dell'affare oggetto dell'accordo. Secondo tale

Per rapporto di agenzia si intende una relazione contrattuale, di tipo formale o informale, in cui un soggetto (*principal*) delega ad un altro (*agent*) l'utilizzo di alcune risorse o il compimento, per suo conto, di determinate attività.

La divergenza di interessi (o conflitto di interessi) tra *principal* e *agent* costituisce il problema di agenzia, e determina l'insorgere dei "costi di agenzia". Questi ultimi sono costituiti da tre tipologie di costi: i costi di controllo, cioè quelli che derivano dall'attività del *principal*, volta a monitorare i comportamenti dell'*agent*; i costi di riassicurazione, cioè quelli che derivano dall'attività dell'*agent*, volta a convincere il *principal* della bontà del suo comportamento; e infine, i costi residuali, cioè quelli derivanti da altri conflitti di interesse che le suddette attività di controllo e di riassicurazione non sono in grado di ricomporre.

Il problema dell'agenzia è strettamente collegato al tema degli assetti proprietari. Dalla struttura proprietaria dipende infatti la capacità degli azionisti di controllare l'operato degli amministratori. Tanto più aumenta la separazione della proprietà dal controllo, tanto più aumenteranno i costi di agenzia¹⁰¹.

Nelle società ad azionariato diffuso, dove è massima tale separazione, i costi di agenzia risultano essere molto alti. Nelle società a struttura proprietaria ristretta o chiusa, dove gli azionisti riescono facilmente a tenere sotto controllo gli amministratori, i costi di agenzia sono molto bassi o addirittura inesistenti.

La presenza di amministratori indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione contribuisce a ridurre i costi di agenzia. La loro funzione è infatti proprio quella di vigilare sul comportamento degli amministratori esecutivi, al fine di evitare possibili comportamenti che deviano dall'interesse sociale, e perseguono obiettivi personali di arricchimento¹⁰².

I requisiti di indipendenza svolgono la funzione di assicurare gli azionisti che gli amministratori che ne sono in possesso non nutrono alcun interesse che li pone in conflitto con il perseguimento del fine ultimo della società. Si può quindi affermare che i requisiti di indipendenza contribuiscono ad eliminare la componente dei costi di agenzia rappresentata dai costi di riassicurazione¹⁰³.

interpretazione la contrattazione appare dunque come il migliore sistema di allocazione delle risorse anche sotto il profilo della definizione della struttura organizzativa della società.

¹⁰¹ "We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principals) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal" (JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, The Journal Of Financial Economics, 1976). "Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests, plus the residual loss incurred because the cost of full enforcement of contracts exceeds the benefits" (FAMA E.F., JENSEN M.C., *Agency Problems and Residual Claims*, Journal of Law & Economics, Vol. 26, June 1983). "We define agency costs as the sum of: 1. the monitoring expenditures by the principal; 2. the bonding expenditures by the agent; 3. the residual loss" (JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, The Journal Of Financial Economics, 1976).

¹⁰² MONGIELLO A., *Ordinaria e straordinaria amministrazione in materia di società* (nota a Cass. civ. 2 ottobre 1978, n. 4369), in *Dir. fall.*, 1979, II, 439; MORO VISCONTI G., *Il presidente del Consiglio di amministrazione*, in *Impresa*, 1988, 1797; MOZZARELLI M., *Amministratori di fatto: fine di una contesa* (nota ad App. Milano 26 settembre 2000), in *Giur. comm.*, 4/2001, II, 562.

¹⁰³ Cfr. in arg. DESARIO, *Numero degli amministratori e clausola di stile*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, II, 42; FERRARO B., *Le delibere del Consiglio di amministrazione*, in *Le Società*, 11/1983, 1368; ID., *Rapporto di amministrazione e rapporto di lavoro subordinato: un problema ancora molto discusso*, in *Nuovo dir.*, 1985, 317; ID., *Variazione della composizione dell'organo amministrativo in sede di assemblea ordinaria di s.r.l.*, in *Le Società - Casi e questioni*, 1990.

Anche l'istituzione dei comitati interni al consiglio di amministrazione, composti in maggioranza di amministratori indipendenti, contribuisce a ridurre i costi di agenzia, ed in particolare la componente rappresentata dai costi di controllo¹⁰⁴.

Il comitato per il controllo interno svolge primariamente una funzione di vigilanza sulla gestione della società, volta ad impedire il compimento di atti scorretti o opportunistici da parte degli amministratori. Il comitato per le proposte di nomina valuta le caratteristiche personali e professionali degli amministratori e informa gli azionisti, in modo che questi ultimi possano fare una scelta consapevole¹⁰⁵. Il comitato per le remunerazioni toglie ai consiglieri esecutivi la possibilità di determinare i propri compensi, riducendo le possibilità che vengano indebitamente sottratte risorse alla società per essere corrisposte a titolo di retribuzione¹⁰⁶.

Con riferimento alle funzioni che hanno in generale tutti gli amministratori, compresi quelli non esecutivi e indipendenti, si può affermare che essi hanno una competenza generale di governo della società, poiché sono l'organo a cui sono affidati compiti di gestione, direzione e anche di controllo interno. In questo senso si parla oggi di centralità dell'organo amministrativo, poiché si afferma che al centro dell'organizzazione interna della società per azioni si trova pertanto l'organo amministrativo e non più, da quando il capitalismo è uscito dalle sue prime fasi di sviluppo, l'assemblea, della quale inizialmente gli amministratori erano considerati semplici mandatarî¹⁰⁷.

E proprio in relazione alla natura dell'organo, attualmente, non si ritiene che il rapporto intercorrente tra l'assemblea e l'amministratore sia riconducibile allo schema del mandato, ma che abbia invece caratteristiche peculiari. Quanto agli amministratori indipendenti in particolare, la loro funzione specifica attiene, più che alla gestione della società, al controllo sulla gestione e sull'operato degli altri amministratori e *managers*¹⁰⁸.

¹⁰⁴ PACCHI PESUCCI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606.; PICCINI, *Evoluzione delle idee sulla amministrazione delle società - Le responsabilità degli amministratori e dei principali azionisti di una società*, in *Rass. forense*, 1981, 461; PORTALE G.B., *Postille in tema di competenza a variare il numero degli amministratori di s.p.a. nel corso del "primo triennio"*, in *Giur. comm.*, 1990, II, 458.

¹⁰⁵ Vedi Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società*, 1997, 1389, con nota di FIGIONE.

¹⁰⁶ ROVELLI L., *Limiti alla delega di poteri amministrativi* (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.), in *Le Società*, 12/1989, 1319; SALAFIA, *Durata dell'incarico amministrativo difforme dallo statuto* (nota a Trib. Milano 6 marzo 1986), in *Le Società*, 6/1986, 616; ID., *L'amministrazione delle società di capitali*, in *Le Società*, 2/1998, 129; SANTINI G., *Proposte per un'assicurazione "all risks" degli amministratori di società*, in *Giur. it.*, 1985, IV, 465.

¹⁰⁷ Cfr. CABRAS, *L'amministratore - dipendente nelle società per azioni*, in *Cons. impresa*, 1987, 1341; CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione bipersonale, metodo collegiale e clausola di prevalenza del voto del presidente* (nota a Trib. Milano 18 luglio 1984), in *Giur. comm.*, 1985, II, 653.

¹⁰⁸ L'articolo 2380-bis del codice civile al primo comma stabilisce che: "La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale". Cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2003. L'esplicito riconoscimento della natura di autorizzazioni alle deliberazioni assembleari attinenti al compimento di atti degli amministratori (art. 2364, 1° comma, n. 5), la delegabilità delle deliberazioni in materia di fusioni per incorporazione di società possedute interamente o al novanta per cento, di istituzione o soppressione di sedi secondarie, di riduzione del capitale in caso di recesso del socio, di adeguamento dello statuto a disposizioni normative, di trasferimento della sede nel territorio della sede nel territorio nazionale (art. 2365, 2° comma), la delegabilità dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (art. 2443), la competenza a costituire patrimoni separati (arg. ex artt. 2447-bis, 2364, 2365), il potere di emettere obbligazioni (art. 2410) costituiscono i segni tangibili e inequivocabili di un ulteriore netto spostamento del potere decisionale dall'assemblea agli

Si sta sempre più affermando la concezione anglosassone secondo cui al consiglio di amministrazione compete non solo la funzione di gestione dell'impresa, ma anche, e soprattutto, quella di monitoraggio e di controllo sull'operato degli *executives* e degli *officers*.

Seguendo questa impostazione, il consiglio assume una rilevanza centrale perché diventa l'organo deputato a realizzare quell'equilibrio tra amministrazione e supervisione che costituisce il senso della *corporate governance* e il luogo dove trovano una composizione le istanze delle varie categorie di portatori di interesse nell'impresa¹⁰⁹.

In questa prospettiva, il ruolo che gli amministratori giocano nel funzionamento del consiglio come organo di monitoraggio sulla vita della società diventa cruciale. Infatti, è proprio sulla loro indipendenza, assicurata dal soddisfacimento dei requisiti che gli sono imposti dalla legge 103, e sulla loro presenza in numero adeguato all'interno del consiglio (e all'interno dei vari comitati in cui si articola il consiglio), che si basa l'attendibilità e l'affidabilità della funzione di controllo sulla gestione. Prima di analizzare più approfonditamente la funzione di controllo sulla gestione e le caratteristiche dei comitati che la realizzano, è opportuno accennare ad alcuni aspetti fondamentali che costituiscono la base della *corporate governance* e a cui si deve riferire ogni strutturazione delle società che abbia la pretesa di realizzare un efficace sistema di buon governo societario¹¹⁰.

Questi aspetti attengono alla trasparenza e al valore vitale che la circolazione delle informazioni riveste nell'ambito dei processi decisionali e della tutela dei vari interessi coinvolti nelle dinamiche aziendali. Si può dire che la funzione svolta dal controllo sulla gestione è in gran parte finalizzata proprio a garantire la trasparenza e la corretta e regolare circolazione delle informazioni. Il valore della regolare circolazione di informazioni attendibili è avvertito come un principio fondamentale da tutte le categorie di soggetti che hanno a che fare con l'impresa e soprattutto dagli investitori¹¹¹.

E' appunto questo grande apprezzamento che i mercati finanziari mostrano verso le informazioni, che spinge a ritenere che la capacità dell'impresa di comunicare notizie attendibili circa la propria situazione ed

amministratori. Così MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, 422); ALLEGRI, *Gli amministratori delle società per azioni in una prospettiva di riforma*, Milano, in *Riv. soc.*, 1999, 387.

¹⁰⁹ DESARIO, *Numero degli amministratori e clausola di stile*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, II, 42; FERRARO B., *Le delibere del Consiglio di amministrazione*, in *Le Società*, 11/1983, 1368; ID., *Rapporto di amministrazione e rapporto di lavoro subordinato: un problema ancora molto discusso*, in *Nuovo dir.*, 1985, 317; ID., *Variazione della composizione dell'organo amministrativo in sede di assemblea ordinaria di s.r.l.*, in *Le Società - Casi e questioni*, 1990.

¹¹⁰ Si legga MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, 147; MACRI', *A proposito di rapporto amministratori-società: la c.d. parasubordinazione* (nota a Cass. 14 dicembre 1994, n. 10680), in *Le Società*, 5/1995, 635; MENGHINI, *L'amministratore della società può essere lavoratore subordinato della stessa?*, in *Le Società*, 7/1982, 774; MONGIELLO, *Ordinaria e straordinaria amministrazione in materia di società* (nota a Cass. civ. 2 ottobre 1978, n. 4369), in *Dir. fall.*, 1979, II, 439; LA ROSA, *Black out nei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in *Giur. comm.*, 2005, 183; LOFFREDO, *Modifiche, piccole e non, in tema di responsabilità dei sindaci di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2005, 630; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America*, in *Giur. comm.*, 2003, 746; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, 308; CASELLI, *Elogio, con reverse, del collegio sindacale*, in *Giur. comm.*, 2003, 251; SALODINI, *Il parere del collegio sindacale in merito alla revoca dell'incarico di revisione contabile nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, II, 2004, 416.

¹¹¹ Cfr. LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le Società*, 1999, 142 ss. in generale sul tema delle comunicazioni societarie ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, 520 ss.

evoluzione economica e patrimoniale, diventerà sempre più uno strumento di competitività (anche nella raccolta di risorse finanziarie): i mercati infatti, nel medio e lungo periodo, premiano le imprese che garantiscono un elevato livello di trasparenza informativa e che, quindi, vengono considerate soggetti credibili, ossia soggetti verso i quali esiste consenso¹¹².

È per questo che molte istituzioni o associazioni di categoria, sia in Italia che all'estero, hanno provveduto già da parecchio tempo a diffondere raccomandazioni o regolamenti concernenti gli obblighi informativi che le imprese devono rispettare e più in generale i controlli interni. In Italia gli enti che forse hanno più contribuito in questo senso sono state Consob e Borsa Italiana. Da parte della prima vanno innanzitutto segnalate la Raccomandazione del 20 febbraio 1997 (in cui è stata particolarmente sottolineata l'importanza della trasparenza e dell'informazione societaria) e il Regolamento del 6 aprile 2000; mentre da parte della seconda gli interventi più significativi sono state le "Linee guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance" e, ovviamente, il già più volte citato Codice di Autodisciplina delle società quotate¹¹³.

La trasparenza diventa valore di fondo della *corporate governance* promuovendo la necessità che le imprese si dotino di strutture idonee a garantire la circolazione delle informazioni¹¹⁴. In conclusione, ciò che resta da aggiungere è che i due aspetti che rilevano maggiormente in proposito sono, da un lato la qualità dell'informazione fornita (vale a dire il suo grado di attendibilità e veridicità e la sua verificabilità) e dall'altro la frequenza con cui le informazioni vengono rese pubbliche¹¹⁵.

4. OBBLIGHI INFORMATIVI VERSO L'ESTERNO

Le informazioni dirette al pubblico servono essenzialmente per dare notizia a chiunque ne abbia interesse delle caratteristiche economiche e giuridiche dei titoli emessi dalle società quotate nei mercati regolamentati, nonché dei momenti essenziali della vita delle stesse società, la cui conoscenza possa influire sulle decisioni sia

¹¹² Cfr. MONTAGNANI, "Il mercato chi è?": prime osservazioni sulla riforma del diritto (penale) societario, scritta dai vincitori, in *Riv. soc.*, 2002, 1157, il quale osserva come le soluzioni prospettate in sede di riforma "... accentuino la micro-visione degli interessi coinvolti dalla gestione societaria, la correttezza della quale non è più valore autonomamente perseguito e tutelato, sottraendo ad ogni imbarazzante ingerenza organismi che, proprio per l'assenza di dialettica interna, di controllo esterno più hanno bisogno, e aggravando il mercato delle "rinunce" pilotate, cui l'autonomia del ruolo del p.m. poneva un qualche argine".

¹¹³ Cfr. MORELLI, *Causalità tra comportamento degli amministratori e danno arrecato* (nota a Trib. Trieste 12 dicembre 1992), in *Le Società*, 6/1993, 807; PATRICELLI, *A proposito di amministratore di fatto* (nota a Cass. civ. 12 gennaio 1984, n. 234), in *Giust. civ.*, 1984, I, 3108; PELLECCIA, *Responsabilità solidale di amministratori e sindaci di società per azioni: riflessioni a margine di un revirement giurisprudenziale*, in *Contr. e impr.*, 1993, 436; PETRAZZINI, *Note in tema di società fiduciaria e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. it.*, 6/2000, 1234; PICCINI, *Evoluzione delle idee sulla amministrazione della società. Le responsabilità degli amministratori e dei principali azionisti di una società*, in *Rass. forense*, 1981, 461.

¹¹⁴ Il consenso nasce infatti da una conoscenza diffusa da parte della comunità economica di dati e informazioni che consentono di valutare la capacità dell'impresa di generare profitto; non è possibile fornire una valutazione su ciò che non si conosce e qualsiasi tentativo di farlo porterebbe a risultati distorti. In definitiva, l'informazione corretta e trasparente è l'elemento che consente a tutti i soggetti di effettuare scelte consapevoli di investimento, basate sul confronto tra le varie proposte e costituisce il fondamento di un sistema concorrenziale efficiente, favorendo l'incontro tra domanda e offerta in COSTANZO P., SANGUINETTI A., *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Milano, EGEA, 2003.

¹¹⁵ Cfr. COSTI, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Le Società*, 1998, 879, il quale ivi afferma molto efficacemente "la trasparenza diventa un bene pubblico che l'ordinamento garantisce".

dei soci per il mantenimento della loro partecipazione o del possesso di titoli obbligazionari o similari, sia dei terzi che vadano alla ricerca di buone occasioni per l'investimento dei propri risparmi.

In questa categoria si possono comprendere le informazioni che devono rendere al pubblico dei clienti i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, i quali sono tenuti ad acquisire le notizie necessarie dai clienti e ad operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; quelle contenute nei prospetti periodici che le società di gestione dei fondi comuni sono tenute a redigere e a pubblicare, insieme con il rendiconto della gestione, in conformità a quanto stabilisce il regolamento che il Ministero del tesoro ha emanato dopo aver raccolto il parere della Banca d'Italia e della Consob¹¹⁶.

La particolare pubblicità che gli artt. 48 e 49 TUIF prevedono per alcuni atti deliberati dalle assemblee straordinarie (casi di scioglimento) e per il bilancio di liquidazione¹¹⁷ delle società di investimento a capitale variabile (SICAV), la quale consiste nel comunicare gli atti per mezzo di inserzione in giornali quotidiani, rappresenta anch'essa fonte efficace di informazioni destinate genericamente al pubblico.

La pubblicazione e la diffusione dei prezzi che si stabilizzano nei mercati regolamentati, le quali avvengono in conformità a quanto prevede il regolamento approvato dalla società gerente del mercato, rappresentano altre fonti di notizie destinate alla generalità degli interessati¹¹⁸.

Ulteriori informazioni specificamente destinate al pubblico provengono dai prospetti che le società emittenti di titoli destinati alla negoziazione ed i soggetti che lanciano una offerta pubblica di acquisto devono redigere e diffondere in conformità al regolamento approvato dalla Consob.

¹¹⁶ Cfr. CAGNASSO, *Il ruolo del collegio sindacale nelle s.r.l. e nelle s.p.a.: profili di un confronto*, in *Giur. comm.*, 2006, 346; LORENZONI, *Il comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico: alcune riflessioni comparatistiche*, in *Giur. comm.*, 2006, 66; RACUGNO, *Il comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi aziendali*, in *Le Società*, 2007, 1453; CALVO, *Il controllo legale dei conti: la figura del revisore contabile alla luce della riforma societaria*, in *Le Società*, 2007, 1318.

¹¹⁷ D'AMICO, *L'informativa contabile dei patrimoni destinati*, in *Riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, dalla collana *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 2004, 295.

¹¹⁸ Le decisioni economiche sono di fatto caratterizzate dalla presenza di informazioni, si sviluppano, dunque, in condizioni di incertezza ed avvengono nel tempo. La scienza economica risulta essere qualificata dagli elementi del tempo, dell'informazione e dell'incertezza. In un sistema economico la presenza simultanea di informazione e avanzamento tecnologico crea fenomeni di esternalità di rete che evidenziano alcuni effetti prima stimati come secondari. Tuttavia il progresso tecnologico non comporta, come corollario, una equa distribuzione delle differenze informative e condizioni di inefficienza continuano a caratterizzare il sistema economico. L'economia dell'informazione si occupa delle relazioni contrattuali che hanno luogo in situazioni di conflitto caratterizzate da informazione asimmetrica, non si occupa direttamente delle cause che stanno alla base delle decisioni individuali ma degli effetti: essa si occupa della forma che le decisioni individuali assumono quando sono poste in maniera interattiva. Le situazioni di informazione asimmetrica sono la norma nonostante la crescita delle possibilità informative dovuta alle moderne tecnologie. Secondo la teoria dei contratti incompleti un contratto si definisce incompleto se non contiene quelle clausole capaci di prevedere ogni possibile fattispecie futura. Lo statuto di una società, ad esempio, non può prevedere ogni possibile situazione di mercato né restringere il raggio d'azione degli amministratori di un'impresa nella libera scelta di politiche e strategie economiche. La qualificazione di incompletezza del contratto impone la definizione dei diritti di controllo dell'impresa, vale a dire, dei poteri relativi alle diverse decisioni aziendali non inseriti in alcuna clausola contrattuale. L'informazione relativa all'andamento dell'impresa e alle sue prospettive future non risulta essere distribuita in maniera uniforme tra *insiders* e *outsiders*, comportando una asimmetria informativa a favore dei primi. Ne consegue che, nell'impossibilità di sapere con precisione le caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dell'acquisto, l'agente economico è naturalmente spinto a diminuire il corrispettivo in misura equivalente alla probabilità che le informazioni ricevute risultino inesatte.

L'informazione contabile¹¹⁹, rappresentata dal bilancio di esercizio e da quello consolidato, appartiene anch'essa alla categoria delle informazioni rivolte al pubblico, in quanto contiene notizie destinate ai soci ma indirettamente anche al pubblico, che dalla loro conoscenza può ricavare elementi di giudizio influenti sulle decisioni di acquistare o cedere titoli emessi dalle società cui i bilanci si riferiscono.

Per quanto riguarda le informazioni destinate alle Autorità di vigilanza si premette che queste sono essenzialmente costituite dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dal tribunale, quali enti preposti a controllare in generale la legalità dei comportamenti delle società quotate nei mercati regolamentati e di quelle che prestano servizi di investimento e gestione accentrata dei titoli, allo scopo in particolare di verificare l'adeguatezza delle informazioni che ai soci e al pubblico devono pervenire sulla vita loro e sulle attività compiute nonché sulla regolarità della loro gestione¹²⁰.

Occorre rilevare che in generale la vigilanza predetta, sia della Consob sia della Banca d'Italia, si esplica anche per mezzo della richiesta di informazioni (c.d. vigilanza informativa) ai soggetti abilitati ad operare nei mercati regolamentati, sia come emittenti, sia come intermediari, sia infine come gerenti del mercato stesso. L'informazione, cioè, non è solo frutto di adempimento di obbligazioni poste a carico dei predetti soggetti da norme generali di legge, ma anche effetto di speciali ordini impartiti dalle predette Autorità di vigilanza.

Di queste, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale; la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti; il tribunale, infine, è competente per la correzione delle irregolarità riscontrate nell'amministrazione delle società.

Si prescrive che le Autorità di vigilanza diano notizia alle competenti Autorità estere europee delle violazioni commesse in Italia da società comunitarie e dei provvedimenti a loro carico adottati in Italia.

Per quanto riguarda la regolarità del funzionamento del mercato dei titoli, la legge affida la vigilanza alla Consob che deve essere anzitutto informata sulla composizione del capitale relativo alla società che gestisce il mercato mediante comunicazione degli acquisti e delle cessioni di partecipazioni al suo capitale, effettuati direttamente o indirettamente; la Consob deve inoltre ricevere notizia, per mezzo di specifica comunicazione posta a carico della predetta società, delle violazioni del regolamento di mercato e delle conseguenti iniziative assunte¹²¹.

¹¹⁹ Si veda in tema BOCCHINI, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, UTET, Torino, 1995, 11 e ss.

¹²⁰ Si veda LA ROSA, *Black out nei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in *Giur. comm.*, 2005, 183; LOFFREDO, *Modifiche, piccole e non, in tema di responsabilità dei sindaci di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2005, 630; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America*, in *Giur. comm.*, 2003, 746; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, 308; CASELLI, *Elogio, con reverse, del collegio sindacale*, in *Giur. comm.*, 2003, 251; SALODINI, *Il parere del collegio sindacale in merito alla revoca dell'incarico di revisione contabile nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, II, 2004, 416.

¹²¹ Cfr. SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, in *Giur. comm.*, II, 2006, 632; DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, 585.

Particolare rilevanza assumono le informazioni destinate al pubblico¹²² al fine di sollecitarne l'interesse all'investimento, le quali devono transitare per il preventivo esame della Consob, che si svolge nelle forme e nei tempi previsti dal regolamento dalla stessa approvato.

Altre informazioni riceve la Consob attraverso le segnalazioni delle irregolarità rilevate dal collegio sindacale e dalla società di revisione nell'esercizio dei loro rispettivi controlli. La vigilanza del tribunale sostanzialmente si esplica sulla base della denuncia, in cui l'informazione consiste, delle irregolarità amministrative, presentata dai soci a ciò abilitati o dal pubblico ministero o infine anche dal collegio sindacale¹²³.

5. CIRCOLAZIONE INTERORGANICA DI INFORMAZIONE NELLE QUOTATE. RINVIO

All'organo di controllo interno, rappresentato dal collegio sindacale, il TUIF riserva una serie di informazioni, il cui valore essenziale dipende, oltre che dalla loro qualità, anche dalla loro continuità nel tempo; esse assicurano una conoscenza dei fatti della gestione aziendale man mano che essi si verificano e consente quindi interventi tempestivi ed efficaci per la correzione delle eventuali irregolarità riscontrate.

L'art. 150 dispone che gli amministratori devono riferire tempestivamente, secondo le modalità stabilite dall'atto costitutivo e con periodicità almeno trimestrale, al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate ed in particolare sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi¹²⁴.

Dispone inoltre che il collegio sindacale e la società di revisione si scambino le informazioni e i dati rilevanti per l'espletamento dei relativi compiti ed infine stabilisce che le persone preposte al controllo interno riferiscano anche al collegio sindacale o su richiesta anche di uno solo dei sindaci¹²⁵.

Dall'insieme di queste norme si ricava che i sindaci, oltre che assumere informazioni di propria iniziativa sulla gestione dell'impresa, ricevono fasci di notizie provenienti dagli amministratori, dalla società di revisione e dalle persone preposte al controllo interno; essi operano, quindi, in un contesto nel quale sarà agevole rilevare irregolarità e devianze impiegando gli strumenti messi a loro disposizione dalla legge per contrastarle¹²⁶.

¹²² In tema PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003, 33.

¹²³ VALCAVI, *Sulle responsabilità degli amministratori di fatto verso la società e i soci*, in *Dir. fall.*, 4/2001, I, 875; ALEMAGNA, *Potere di gestione e rappresentanza degli amministratori delle s.p.a. dopo la riforma*, in *Le Società*, 3/2004, 284; CIVERRA, *Inadempimento delle obbligazioni sociali e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 9/2005, 1116.

¹²⁴ GHINI, *Deleghe del consiglio di amministrazione a singoli componenti*, in *Le Società*, 6/2005, 709; GUERRERA F., *La società di capitali come formula organizzativa dei servizi pubblici locali dopo la riforma del diritto societario*, in *Le Società*, 6/2005, 683; MANCINELLI, *Principi di corretta amministrazione e patrimonio sociale: evoluzione dei controlli?*, in *Le Società*, 5/2005, 549.

¹²⁵ Cfr. BONAZZA, *Conflitto di interessi dell'amministratore: conferma o revirement della giurisprudenza della Suprema Corte?*, in *Dir. fall.*, 1999, II, 1032; BORGIOLO, *La delega di attribuzioni amministrative*, in *Riv. soc.*, 1981, 17; BUSANI, *Attribuzione di deleghe in via disgiunta a una pluralità di amministratori* (nota a Trib. Parma 16 giugno 2000 - decr.), in *Le Società*, 10/2000, 1216; CAGNASSO, *Obbligo di rendiconto e responsabilità dell'amministratore investito di potere delegato*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 660.

¹²⁶ Cfr. VERRASCINA, *La governance nel nuovo diritto societario: appunti e riflessioni*, in *Le Società*, 6/2005, 695; PALMIERI, *Previsione statutaria di un numero variabile di amministratori e tutela di soci e terzi* (nota a Cass. 4 novembre 2003, n. 16496), in *Le Società*, 2004, 590.

Per quanto riguarda le informazioni che devono fornire gli amministratori, la legge impone alle società con titoli quotati nei mercati regolamentati di adeguare i loro statuti in modo da inserirvi regole che obblighino gli amministratori a dare ai sindaci le prescritte informazioni sia sulla loro attività complessivamente considerata, sia sulle operazioni di maggiore rilevanza sul piano economico, finanziario e patrimoniale¹²⁷.

L'evidenziato contenuto dell'atto costitutivo diventa obbligatorio solo dal momento in cui una società per azioni viene ammessa ai mercati regolamentati; anzi, poiché la suddetta ammissione di solito è condizionata alla preventiva conformità dell'atto costitutivo alle inderogabili norme del TUIF, essa deve sussistere al momento in cui la società richiede la propria ammissione ai predetti mercati.

L'adeguamento dell'atto costitutivo avviene mediante deliberazione assunta dall'assemblea straordinaria, la quale dovrà essere iscritta nel registro delle imprese previo controllo di legittimità da parte del tribunale. Questo potrà solo verificare che la periodicità dell'informazione non sia di frequenza inferiore a quella minima prescritta dalla legge, ma non potrà censurare le modalità previste per l'esecuzione delle informazioni, salvo il caso della loro assoluta inidoneità¹²⁸.

Nel caso in cui gli amministratori non avessero sollecitato tempestivamente l'assemblea per il suddetto adeguamento dell'atto costitutivo alle norme del TUIF e, ciò nonostante, la società fosse stata ammessa ai mercati regolamentati, i sindaci hanno il potere-dovere non solo di invitare gli amministratori a rimediare all'omissione in cui sono incorsi, ma, se essi non raccogliessero l'invito, potrebbero direttamente convocare l'assemblea e chiederle di deliberare sul tema di cui qui si tratta, sia in adempimento dell'obbligo di sostituzione, sia nell'esercizio del generale potere di convocazione¹²⁹.

Come si chiarirà più avanti nella trattazione, è opportuno che nello statuto vengano anche indicati il modo in cui deve essere fornita l'informazione sull'attività svolta dagli amministratori e la dimensione delle operazioni che devono considerarsi di importanza tale da essere segnalate all'attenzione dei sindaci.

Relativamente alle operazioni compiute in situazione di potenziale conflitto di interessi, ovviamente nessuna illustrazione eventualmente contenuta nello statuto potrebbe circoscriverne la categoria, i cui connotati sono astrattamente definibili ma concretamente di difficile aprioristica individuazione.

¹²⁷ Cfr. GUGLIELMUCCI, *La responsabilità di amministratori liquidatori e sindaci nelle società per azioni*, in *Le Società*, 2/1982, 121; FOIS, *Le clausole generali e l'autonomia statutaria nella riforma del sistema societario*, in *Giur. comm.*, 2001, 421; FABIANI, *Norme elastiche, concetti giuridici indeterminati, clausole generali, "standards" valutativi e principi generali dell'ordinamento*, in *Foro it.*, 1999, I, 3558; RESCIGNO, *Appunti sulle clausole generali*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 1; SALVESTRONI, *Principi e clausole generali, clausole "abusiva" e "vessatorie" e diritto comunitario*, in *Riv. dir. comm.*, 1995, I, 11.

¹²⁸ IRRERA, *La supplenza nell'esercizio del potere di rappresentanza nelle società di capitali* (nota a Trib. Torino 4 giugno 1983; App. Torino 19 luglio 1983), in *Giur. comm.*, 1984, II, 208; MASUCCI, *Sul potere di rappresentanza degli amministratori di società*, in *Giur. merito*, 1974, I, 41; MENARINI F., *Supplenza, rappresentanza sociale, pubblicità a tutela dei terzi* (nota a Trib. Torino 4 giugno 1983; App. Torino 20 luglio 1983), in *Giur. comm.*, 1984, II, 450.

¹²⁹ Si veda HAZARD GEOFFREY C., *Azioni di responsabilità verso gli amministratori di società commerciali nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1994, 441; JAEGER, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 548.

Si può dire che nelle predette operazioni devono anzitutto comprendersi quelle in concreto contrarie all'interesse sociale, ma idonee a soddisfare un interesse diverso dei soci o di terzi¹³⁰; in secondo luogo deve osservarsi che la legge estende la suddetta informazione alle operazioni il cui carattere e contenuto potrebbero rivelarne anche solo la possibile idoneità a contrastare l'interesse sociale e a dare soddisfazione ad interessi estranei.

Quali siano queste ultime operazioni è difficile dire in astratto, dato che il loro apprezzamento potrà farsi di volta in volta tenendo conto anche del possibile voto, sia pure non determinante dell'approvazione, espresso da un componente del consiglio di amministrazione in posizione di conflitto con la società¹³¹.

Per quanto concerne il contenuto delle informazioni, nulla dice la legge, che evidentemente non si rimette alla discrezionalità di chi deve fornirle ma implicitamente si riferisce alla loro rilevanza rispetto ai poteri di intervento che la legge attribuisce ai sindaci¹³².

Non è positivamente disciplinato in quale modo i preposti al controllo interno riferiscono ai sindaci, se per mezzo di relazione scritta ovvero oralmente, periodicamente oppure ogni volta che sia necessario, richiedendosi al riguardo che provveda lo statuto informativo. Pertanto, la legittimità del comportamento delle predette persone in relazione all'obbligo informativo, di cui si tratta, potrà essere valutata di volta in volta secondo le circostanze concrete.

Sarebbe opportuno, tuttavia, che lo statuto comprendesse qualche clausola con la quale venga meglio precisato il tipo di comportamento che nella specie deve essere osservato.

Per quanto concerne le informazioni che ai sindaci, e su richiesta di essi, i soggetti preposti al controllo interno devono fornire, questi ultimi sono tenuti a soddisfare le richieste a loro fatte se si tratta di domande rivolte a conoscere i fatti relativi alla gestione dell'impresa.

Il modo dello scambio di informazioni fra sindaci e società di revisione non è esplicitamente disciplinato dalla legge, la quale quindi si rimette agli eventuali accordi che i soggetti interessati stringano fra di loro¹³³.

¹³⁰ BORGIOI, *Amministratori di fatto e direttori generali*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 593; ID., *Attribuzioni in materia di gestione e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 726.

¹³¹ Per esempio, la fornitura di merci o la prestazione di servizi, a prezzo inferiore a quello di norma praticato, in favore di persona legata da vincoli di parentela o amicizia ad uno dei consiglieri di amministrazione della società fornitrice, in base a deliberazione assunta con il voto unanime di tutti i consiglieri, costituisce operazione in situazione di potenziale conflitto di interessi con la società perché, sebbene la posizione di conflitto di uno dei consiglieri di amministrazione non sia stata determinante nella formazione della delibera consiliare, tuttavia essa rappresenta una spia del possibile contrasto del fine apparentemente perseguito dagli amministratori con quello effettivo. Il contesto, cioè, deve essere segnalato ai sindaci, affinché essi su di esso indaghino per sciogliere il dubbio, se possibile, in un senso o nell'altro.

¹³² Sulle informazioni che ai sindaci vengono fornite dalle persone preposte al controllo interno, il TUIF usa un linguaggio non molto chiaro per determinare il tipo di comportamento che le predette persone devono osservare: non è cioè chiaro se esse siano tenute a riferire ai sindaci o possano comunicare ad essi le informazioni utili al fine del loro controllo. L'art. 150 in esame dispone infatti che esse *riferiscono* e tuttavia l'uso dell'indicativo presente per descrivere la condotta delle persone preposte al controllo interno non può intendersi che in senso prescrittivo, dato che la predetta forma verbale non è idonea a rappresentare come facoltativa l'azione.

¹³³ Cfr. DI GIULIO, *Natura dell'incarico, revoca e determinazione del compenso degli amministratori* (nota a trib. Milano 18 maggio 1995), in *Le Società*, 1995, 68; FATTORI, *Amministratore di fatto di società di capitali: natura e responsabilità* (nota a Trib. Milano 11 dicembre 1997), in *Le Società*, 1998, 802; PACCHI PESUCCI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606.

Alla società di revisione infine gli amministratori sono tenuti a fornire tutte le notizie utili alla revisione che venissero richieste. Queste informazioni potranno avere per oggetto anche il contenuto e la qualità delle operazioni di gestione ma solo se relativamente a determinate operazioni in contabilità siano stati riscontrati elementi che producano dubbi che sia necessario sciogliere per verificare la correttezza della rilevazione fattane in contabilità o in bilancio¹³⁴.

L'informazione ai soci¹³⁵ viene fornita dagli amministratori, dai sindaci e dalla società di revisione per mezzo dei canali predisposti dalla legge. Gli amministratori, di norma, informano i soci, oltre che con l'atto contabile fondamentale costituito dal bilancio di esercizio, corredato secondo i casi dai bilanci o dai loro elementi essenziali delle controllate e delle società collegate nonché dall'eventuale bilancio consolidato, anche con la relazione sulla gestione che deve accompagnare il bilancio di esercizio¹³⁶.

Altre informazioni essi sono tenuti a fornire ai soci in occasione delle proposte di riduzione o aumento del capitale sociale, di proposte di fusione e scissione ovvero di riduzione o soppressione del diritto di opzione in relazione a particolari operazioni di aumento del capitale sociale.

I sindaci sono tenuti ad informare i soci sull'attività di vigilanza svolta e sulle omissioni e sui fatti censurabili rilevati; la normativa speciale non specifica la modalità dell'informazione, che tuttavia deve consistere in un atto scritto da depositare nella sede sociale insieme con il bilancio di esercizio, dato che la suddetta informazione ha la funzione di mettere i soci in grado di giudicare complessivamente la condotta degli amministratori alla fine dell'esercizio¹³⁷.

6. OBBLIGHI INFORMATIVI NELLA FILOSOFIA DI *FULL DISCLOSURE*

Gli obblighi informativi si sostanziano nella rappresentazione al mercato della situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti, dell'evoluzione della loro attività nonché delle caratteristiche dei prodotti finanziari emessi, nel caso della sollecitazione all'investimento e nella diffusione di un documento contenente le

¹³⁴ Sul loro contenuto si può dire che esse devono avere per oggetto quelle notizie che siano o possano essere rilevanti nell'ambito del compito di controllo a ciascuno dei predetti soggetti affidato; per esempio, mentre la società di revisione dovrà riferire ai sindaci le irregolarità o le anomalie della gestione che ha potuto ricostruire per mezzo dell'esame della contabilità e la valutazione dei documenti di sostegno, i sindaci dovranno riferire alla prima le anomalie o irregolarità contabili che hanno riscontrato nell'accesso alla contabilità che essi hanno fatto per verificare gli sviluppi delle operazioni di gestione.

¹³⁵ Cfr. BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, CEDAM, Padova, 2001. L'autore, sulla base della teoria economica dell'informazione, introduce il teorema della responsabilità: la responsabilità dell'amministratore è data dal rapporto fra il potere che lo stesso possiede e l'informazione che fornisce. I soggetti terzi devono ricevere informazioni sulla corrente situazione patrimoniale della società, informazioni che siano chiare, corrette e vere attese, nelle società di capitali, la responsabilità limitata dei soci al contrario di quanto accade nelle società di persone ove oltre il patrimonio sociale i creditori sociali si avvantaggiano della responsabilità illimitata dei soci.

¹³⁶ ANGELICI, *Profili transnazionali della responsabilità degli amministratori nella crisi dei gruppi di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 24; BONELLI, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 770; BORGIOI, *Attribuzioni in materia di gestione e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 726.

¹³⁷ MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in Atti del Convegno di Alba del 20 novembre 2004, "La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema", in *Le Società*, 3/2005, 294.

notizie necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta, nel caso della sollecitazione al disinvestimento¹³⁸.

Gli obiettivi sono quelli di elevare il livello di trasparenza della gestione delle società che fanno appello al pubblico; la scelta del legislatore è stata quella di affidare alla Consob ampi poteri regolamentari sul contenuto dei prospetti informativi, riducendo, come nel caso della quotazione, gli ambiti di *self-discipline* dei mercati in precedenza riconosciuti dal decreto Eurosim.

Con riferimento alle società quotate e agli emittenti strumenti finanziari diffusi, il TUIF introduce un obbligo di informazione continua al pubblico - soddisfatto mediante la c.d. *price sensitive information* e altre notizie e documenti resi pubblici su richiesta della Consob - che vale anche per i gruppi, essendo cura della controllante impartire le necessarie disposizioni alle controllate. Il compendio degli obblighi informativi delle società quotate è completato dalle notizie sugli assetti proprietari e sulle partecipazioni rilevanti¹³⁹.

La scelta di *policy* adottata consiste nell'aver introdotto per i soggetti quotati un articolato e complesso sistema di *mandatory disclosure*, esteso agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, che rappresentano l'insieme di imprese potenzialmente interessate alla quotazione di borsa, sia per le loro dimensioni sia perché fanno già ricorso a forme di sollecitazione del risparmio. Per le società quotate o con titoli diffusi si determina un ulteriore momento informativo, da cui derivano oneri e adempimenti obbligatori che non sembra opportuno riprodurre per le società chiuse che non intendono finanziarsi sul mercato dei capitali¹⁴⁰.

Tra le operazioni che incidono sull'assetto organizzativo dell'impresa, un intervento di rilievo è stato realizzato dal D.Lgs. n. 22/91, che ha modificato il codice civile dando attuazione alle direttive comunitarie in materia di fusioni e scissioni tra società. Uno degli obiettivi prevalenti è stato quello di migliorare la qualità dell'informazione resa ai soci e ai creditori; è prevista la redazione di un progetto di fusione, contenente l'indicazione analitica del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni, al quale vanno allegati la situazione patrimoniale, la relazione degli esperti sulla congruità del concambio e soprattutto la relazione degli amministratori, finalizzata ad illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione nel suo complesso¹⁴¹.

¹³⁸ In tal senso GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 465; COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 175 ss.; GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Le Società*, 1997, I, 788 ss.; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997; BENVENUTO, *La struttura dei poteri nel governo della società*, in *Riv. soc.*, 1997, 1163.

¹³⁹ In tal senso BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, cit., 43. I soggetti terzi devono ricevere informazioni sulla corrente situazione patrimoniale della società, informazioni che siano chiare, corrette e vere attese, nelle società di capitali, la responsabilità limitata dei soci al contrario di quanto accade nelle società di persone ove oltre il patrimonio sociale i creditori sociali si avvantaggiano della responsabilità illimitata dei soci. L'informazione alla compagine sociale viene fornita dagli amministratori, dai sindaci e dalla società di revisione per mezzo dei canali predisposti dalla legge.

¹⁴⁰ ROVELLI, *Limiti alla delega di poteri amministrativi (nota a Trib. Bologna 10 ottobre 1989 - decr.)*, in *Le Società*, 12/1989, 1319; MONTALENTI, *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 71; PRESTI, *Le raccomandazioni Consob nella cornice della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1997, 739; RESCIGNO M., *La Consob e la corporate governance: prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.*, 1997, 758.

¹⁴¹ Cfr. GALGANO, *Responsabilità della società controllante per la pregiudizievole influenza esercitata sulla società controllata*, in *Contratto e impresa*, 2/1988, 359; GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841.

Analoghi obblighi informativi sono previsti per i casi di scissione. Le stesse valutazioni formulate con riferimento agli schemi di bilancio valgono per le operazioni di fusione e scissione, la cui disciplina è il risultato dell'armonizzazione normativa in ambito comunitario.

Rimane aperto il problema se per altre operazioni rilevanti per l'organizzazione dell'impresa sia necessaria un'informativa qualificata del tipo di quella resa con i progetti di fusione e scissione societaria; sul punto i soggetti quotati, a differenza delle società non quotate, sono tenuti a diffondere documenti e relazioni informative anche nei casi di acquisizioni o cessioni significative, di aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni, di acquisti o alienazioni di azioni proprie¹⁴².

La tensione normativa¹⁴³ verso la migliore circolazione di informazioni non può tralasciare la valutazione del *trade-off* tra costi informativi gravanti sulla piccola impresa ed esigenze legate all'informazione dei terzi¹⁴⁴.

La presente ricerca vuole dimostrare che lo statuto informativo¹⁴⁵ assolve in prevalenza la funzione informativa nei confronti dei terzi, rappresentando il documento fondamentale per la conoscibilità della struttura e dell'organizzazione d'impresa, dell'oggetto sociale, della ripartizione dei poteri e delle regole di funzionamento della società.

Le società aperte sono tenute ad alimentare una pluralità di canali di comunicazione al pubblico delle informazioni sull'attività dell'impresa, che riducono l'esigenza di utilizzare lo statuto a fini informativi; per le società chiuse, invece, è inopportuno adottare gli stessi standard di trasparenza informativa previsti per le società quotate, che rappresenterebbero un inutile appesantimento per imprese che non cercano capitali di rischio.

¹⁴² Si veda MEO, *Incidenza dell'interesse alla regolarizzazione della gestione sociale sull'imputazione delle spese e sulla procedibilità della denuncia di gravi irregolarità commesse da amministratori cessati dalla carica*, in *Giur. merito*, 1987, 1221; QUATRARO, *Frodi, fatti illeciti, errori volontari e involontari in bilancio e nelle altre situazioni patrimoniali e straordinarie: aspetti giuridici aziendali*, in *Società e diritto*, 1/1994, 27.

¹⁴³ Il sistema di pubblicità legale in campo societario è imperniato sul registro delle imprese, le cui norme di attuazione sono recenti. Lo scopo degli interventi normativi consisteva nel sostituire la pubblicità legale basata sull'esame dell'atto con quella realizzata in forma tipizzata e strutturata in modo da facilitare la conoscibilità dei fatti societari; ciò avrebbe dovuto dar luogo a una selezione dell'informazione e garantire la tempestività della stessa su tutto il territorio nazionale. Da più parti si sostiene che i richiamati scopi non siano stati realizzati, principalmente a causa della mancata modificazione delle norme del codice, rimaste incentrate su principi poco compatibili con le esigenze di una moderna economia: così, ad esempio, l'opponibilità degli atti ai terzi si presume soltanto con l'iscrizione materiale dei singoli documenti nell'ufficio del registro delle imprese territorialmente competente, senza che sia riconosciuta l'equivalenza, e quindi il valore legale, alle forme di pubblicità in via informatica rese possibili dai recenti provvedimenti attuativi.

¹⁴⁴ Cfr. in arg. CUPIDO, *Diritto del socio o del terzo "direttamente danneggiato" al risarcimento del danno* (nota ad App. Milano 9 novembre 1993), in *Le Società*, 5/1994, 618; DI MARCO, *I comitati aziendali europei (commento a Commissione CEE - Proposta di direttiva del Consiglio 12 dicembre 1990)*, in *Le Società*, 8/1991, 1150; DOMENICHINI, *Responsabilità civile degli amministratori ex art. 146 L.F.: gli amministratori di fatto* (commento a Trib. Milano, Sez. II Civ., 21 dicembre 1992), in *Società e diritto*, 1993, 355; ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 144.

¹⁴⁵ Cfr. BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, cit., p. 39. Si ribadisce che secondo l'Autore l'organizzazione societaria è un sistema informativo, sistema basato su tre differenti statuti; uno avente ad oggetto la struttura organizzativa dell'ente, uno riguardante i processi decisionali e l'imputazione giuridica dell'attività comune ed infine quello che riflette il comportamento della società sul mercato.

È necessario, quindi, un potenziamento del contenuto informativo dello statuto, da realizzare attraverso una maggiore precisazione dell'oggetto sociale per rendere più trasparente l'attività dell'impresa, le principali aree di affari, gli obiettivi gestionali, e, di guisa, rendere maggiormente sindacabile l'operato degli amministratori¹⁴⁶.

¹⁴⁶ Cfr. FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma della società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, 739, per il quale "la spinta personalizzazione delle tutele ed il *favor* per la stabilità delle decisioni si sono tradotti da un lato nella azione per danni a carico degli amministratori (ed eventualmente sindaci, nonché soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi) attribuita direttamente ai singoli soci e non più alla maggioranza assembleare, e dall'altro lato in una differente modulazione dell'invalidità delle decisioni, alcune annullabili con impugnativa da promuovere entro tre mesi, altre entro tre anni e altre (solo quelle che modificano l'oggetto sociale prevedendo attività impossibili o illecite) senza limiti temporali".

INTELLIGENZA ARTIFICIALE E REGIME DI RESPONSABILITÀ DEI PRODUTTORI

Marina Romano, David García Guerrero

Intelligenza artificiale e regime di responsabilità dei produttori*

(Artificial Intelligence and Liability Degree of Producers)

Marina Romano

Ricercatrice in Diritto privato, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

David García Gerrero

Ricercatore in Diritto Finanziario e Tributario, Università Telematica di Madrid (UNED)

ABSTRACT [En]:

This study aims to provide an overview of the current situation, highlighting the main areas of debate and uncertainty. Scenarios are explored in which current legislation can be extended or adapted to better understand and regulate the challenges posed by AI. Possible future directions for effective regulation that does not stifle innovation but, on the contrary, guides it in a responsible manner, ensuring the protection of individual and collective rights will be envisaged. The goal is to stimulate a broader reflection on the future of AI regulation, a rapidly developing field that requires close scrutiny and ongoing dialogue among technology experts, regulators, AI producers, and civil society.

Keywords: AI; liability degree of producers; individual and collective rights; AI regulation.

ABSTRACT [It]:

Il presente studio si propone di fornire una panoramica della situazione attuale, evidenziando le principali aree di dibattito e di incertezza e individuando possibili direzioni future per una regolamentazione efficace che non soffoca l'innovazione ma, al contrario, la guida in modo responsabile ed in cui sia prevista la tutela dei diritti individuali e collettivi. L'obiettivo è stimolare una riflessione più ampia sul futuro della regolamentazione dell'IA, un settore in rapido sviluppo che richiede un attento esame e un dialogo costante tra esperti di tecnologia, regolatori, produttori di intelligenza artificiale e società civile.

Parole chiave: IA; responsabilità del produttore; diritti individuali e collettivi; regolamentazione dell'IA.

SOMMARIO: 1. Introduzione -2. La diffusione dei sistemi di IA e le questioni aperte -3. Il quadro normativo di riferimento e la questione della soggettività giuridica dei sistemi di IA - 4. Il complesso di regole basato sulla distinzione dei rischi - 5. La rappresentazione di una “filiera delle responsabilità” - 6. Il rafforzamento degli obblighi e la responsabilità del produttore – 7. Considerazioni conclusive

1. INTRODUZIONE

Nell'ambito dell'era tecnologica in cui viviamo, l'Intelligenza Artificiale (IA) non è solamente una frontiera della scienza e dell'innovazione, ma anche un fenomeno che sta ridefinendo il modo in cui viviamo, lavoriamo e interagiamo. La sua influenza si estende a svariati settori, dalla medicina all'automazione industriale, dalla finanza all'istruzione¹. Tuttavia, con queste trasformazioni emergono sfide inedite e complesse, soprattutto nel campo giuridico. Il presente articolo si propone di analizzare alcune questioni legate alla responsabilità dei produttori di sistemi di IA; un tema di rilevanza crescente alla luce dell'ubiquità e dell'evoluzione costante delle suddette tecnologie.

Il *focus* dell'analisi è la comprensione di come il diritto attuale si interfaccia con le sfide poste dalla IA². Esso comporta un esame del quadro normativo esistente, ponendo in evidenza le sue lacune e le sue potenzialità nel regolamentare efficacemente i sistemi di IA. Uno degli aspetti più critici in questo contesto è la soggettività giuridica di tali sistemi. La domanda fondamentale sarebbe come possono essere attribuite responsabilità legali a sistemi che operano con un grado di autonomia e complessità sempre crescente³.

Inoltre, il *paper* si immerge nella discussione sul delicato equilibrio tra il promuovere l'innovazione tecnologica e assicurare una tutela legale adeguata. L'evoluzione rapida della IA pone sfide uniche in termini di adattabilità e anticipazione delle normative. La responsabilità dei produttori di IA, quindi, diventa un argomento centrale, riflettendo sull'importanza di stabilire un quadro normativo che sia allo stesso tempo chiaro, equo e flessibile, capace di evolversi al passo con i progressi tecnologici⁴.

Questo studio, dunque, mira a offrire una panoramica della situazione attuale, evidenziando le principali aree di dibattito e di incertezza. Si esplorano scenari in cui la legislazione attuale può essere estesa o adattata per meglio comprendere e regolamentare le sfide poste dalla IA. Si prospetteranno possibili direzioni future per una regolamentazione efficace, che non soffochi l'innovazione, ma che, al contrario, la guidi in modo responsabile, assicurando la protezione dei diritti individuali e collettivi⁵.

L'obiettivo è stimolare una riflessione più ampia sul futuro della regolamentazione dell'IA, un ambito in

*Il presente contributo è stato approvato dai revisori

I paragrafi n. 2,3,4,5,6 sono stati scritti da Marina Romano. Il paragrafo n. 1 è stato scritto da David García Guerrero. Il paragrafo n. 7 è stato scritto da Marina Romano e David García Guerrero

¹ Per un'analisi dell'impiego dell'Intelligenza Artificiale in diversi ambiti, *vid.* RUSSELL, NORVIG, *Artificial Intelligence: A Modern Approach*, 3^a ed., Prentice Hall, Hoboken, 2016, in cui si offre una panoramica completa sull'IA, toccando temi che vanno dalla sua applicazione pratica fino alle implicazioni etiche e sociali.

² Un'esplorazione delle sfide giuridiche poste dall'IA è trattata in SUSSKIND, *The Future of the Professions: How Technology Will Transform the Work of Human Expert*, Oxford University Press, Oxford, 2019. L'Autore discute l'impatto dell'IA sulle professioni legali e altri settori, sottolineando l'importanza di aggiornare il contesto giuridico per stare al passo con i rapidi cambiamenti tecnologici.

³ Per una discussione sulla soggettività giuridica e la responsabilità dei sistemi IA, *cf.* S. CHOPRA e L. F. WHITE, *A Legal Theory for Autonomous Artificial Agents*, University of Michigan Press, Michigan, 2011. La monografia affronta le questioni legali associate all'autonomia dei sistemi IA e propone quadri normativi per gestirli.

⁴ *Vid.* R. CALO, A. M. FROOMKIN e I. KERR, *Robot Law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2016, in cui esamina come il Diritto possa e debba rispondere alle sfide poste dall'innovazione robotica e dall'IA.

⁵ *Cfr.* N. BOSTROM, *Superintelligence: Paths, Dangers, Strategies*, Oxford University Press, Oxford, 2014, dove l'Autore analizza i rischi potenziali dell'IA avanzata e discute le strategie per garantire uno sviluppo sicuro e controllato di queste tecnologie.

rapido sviluppo che richiede un attento esame e un dialogo continuo tra esperti di tecnologia, legislatori, produttori di IA e società civile.

2. LA DIFFUSIONE DEI SISTEMI DI IA E LE QUESTIONI APERTE

Il crescente sviluppo dei sistemi di IA⁶ ed il loro utilizzo in ambiti sempre più numerosi della realtà presenta già da tempo al giurista nuovi problemi interpretativi tesi a verificare l'idoneità delle tradizionali categorie a rappresentare tale complesso fenomeno, tra cui quello della responsabilità derivante da una possibile azione nociva dell'IA.

In via di prima approssimazione, un sistema di IA è una tecnologia complessa che ha radici antiche⁷ ed è basata su algoritmi che durante la loro attività di elaborazione contemporaneamente "auto-apprendono" dagli stessi dati che hanno sviluppato. In questo meccanismo, fino a poco tempo fa, era possibile affermare che l'apporto dell'uomo restava ancora centrale ed insostituibile in riferimento a fasi in cui sarebbe richiesto un approccio c.d. creativo oppure quando si tratta di esaminare situazioni "nuove"⁸. Lo stato delle conoscenze scientifiche, in ordine a questa tecnologia, mostrava ancora, in sostanza, sistemi di IA, seppure molto performanti dal punto di vista della capacità di analizzare enormi quantità di dati e della velocità nell'elaborazione di essi, che risultavano però ancora dipendenti dall'impronta dell'uomo⁹.

In ragione delle sue caratteristiche, il ricorso a sistemi di IA si è rivelato sempre più utile per l'uomo ed in ambiti sempre più numerosi: dalle applicazioni in campo sanitario nella ricerca di terapie mediche sempre più personalizzate o di esecuzione di interventi chirurgici, al settore delle contrattazioni di strumenti finanziari, alla giustizia, alla circolazione di autoveicoli con guida autonoma.

Lo scenario sembra mutare con l'avvento di IA in grado di generare contenuti su richiesta dell'utente come quelli ChatGPT, cioè modelli di linguaggio capaci di realizzare testi convincenti e di rispondere alle domande dell'utente oppure MidJourney con cui si possono realizzare immagini partendo da descrizioni testuali. Si tratta di una nuova generazione di IA in grado di generare contenuti durevoli nel tempo e dunque potenzialmente capaci di influenzare la cultura ed il pensiero di una collettività.

È verosimile inoltre attendersi che in futuro lo scenario possa essere ancora diverso ed i sistemi di IA possano essere ancora più pervasivi nella vita dell'uomo. Occorre dunque interrogarsi sulle tante questioni¹⁰ che

⁶ I contributi sull'IA sono oramai molto numerosi, tra i tanti, per un primo approfondimento: ALPA, *Prefazione*, p. 13 in ID. (a cura di) *Diritto e intelligenza artificiale*, Pisa, 2020; SALANITRO, *Intelligenza artificiale e responsabilità: la strategia della Commissione europea*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, p. 1247 ss.; GABBRIELLI, *Dalla logica al deep learning: una breve riflessione sull'intelligenza artificiale*, in U. RUFFOLO (a cura di), *XXVI Lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, Torino, 2021, p. 22 ss.

⁷ Per riferimenti sull'origine del fenomeno, cfr. ASTONE, *Sistemi intelligenti e regole di responsabilità*, in *Persona e mercato*, 3/2023, p. 485 ss.

⁸ SARTOR - LAGIOIA, *Decisioni algoritmiche tra etica e diritto*, in U. RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, Milano, 2020, p. 69 ss.

⁹ BATTELLI, *Necessità di un umanesimo tecnologico: sistemi di intelligenza artificiale e diritti della persona* in D. BUZZELLI – M. PALAZZO (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritti della persona*, Pisa, 2022, p. 92 ss.

¹⁰ Il tema dei sistemi di IA è trasversale e di interesse anche dal punto di vista etico e filosofico. In argomento, si rinvia per tutti a: PERLINGIERI, *Sul trattamento algoritmico dei dati*, in *Tecnologie e diritto*, 2020, p. 191.

si pongono anche sul piano giuridico¹¹, tra cui come detto quella della responsabilità in caso di eventi dannosi causati a terzi dall'IA.

In questo specifico ambito, le fattispecie concrete possono scaturire sia dall'attività negoziale riconducibile ad un sistema di IA, dalla quale possono nascere ipotesi di responsabilità contrattuale, sia da illeciti extracontrattuali cagionati a terzi. In entrambi i casi, numerose possono essere le questioni da risolvere; numerosità che aumenta ove si prenda in considerazione anche la catena di soggetti coinvolti nell'attività di questi sistemi: dall'utilizzatore che si appropria dei risultati dell'attività svolta e che può essere un soggetto pubblico¹² o privato¹³, al manutentore di essi, o a colui che li commercializza, fino al produttore/addestratore al quale sarebbe in sostanza riconducibile la paternità dell'algoritmo e dell'*input* iniziale che è alla base del suo funzionamento.

La diversità delle problematiche implica la necessità per ciascuna di un analitico e specifico approfondimento; ciononostante, la posizione che viene ad assumere il produttore del sistema di IA merita particolare attenzione in quanto sembrerebbe acquisire, come risulterà in prosieguo, un'importanza che potremmo definire strategica nel perseguimento degli obiettivi di regolamentazione che stanno animando il

In questa direzione, in ambito europeo, si può inquadrare l'Ethical Aligned Design (EAD) del 2016 in cui è emersa la necessità che lo sviluppo di essi sia funzionale al benessere della società; che vi sia trasparenza nella fase di progettazione del sistema e che il funzionamento sia programmato nel rispetto dei diritti umani. Si è posta altresì la questione del rischio di dipendenza dell'uomo dalle macchine, rischio che deve essere arginato solo con l'enunciazione preventiva, e soprattutto condivisa, di una serie di principi comuni a quanti più Paesi possibili, proprio per creare un blocco nei confronti di quelli che hanno messo sinora in atto una politica di sviluppo dei sistemi di IA insensibile a qualsivoglia regola. Ne è seguito un progetto di linee guida etiche per sistemi di IA affidabili, pubblicato il 18 dicembre 2018 dall'High-Level Expert Group on Artificial Intelligence. Questo progetto è stato redatto alla luce della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione e dei principi dei Trattati sul rispetto della libertà, dignità umana, uguaglianza e tutela delle minoranze. In sostanza, le linee guida riguardano il fatto che i sistemi di IA debbano mantenere il loro carattere di strumentalità rispetto all'attività dell'uomo ed al benessere dei cittadini; il loro utilizzo debba avvenire nel rispetto del criterio di giustizia, quindi implicare il risarcimento dei danni in caso si verificano dei pregiudizi. In argomento, è stato evidenziato che, sebbene questi principi non siano norme giuridiche, valgano comunque come indicazioni per gli interventi legislativi che seguiranno in ragione dell'obiettivo di tutela dei diritti fondamentali della persona. Così: FINOCCHIARO, *Intelligenza artificiale contratto e responsabilità*, in *Contr. impr.*, 2020, p. 720.

¹¹ Sul piano giuridico, le questioni applicative sono numerose; oltre agli aspetti della responsabilità scaturenti da attività riconducibili ai sistemi di IA, di rilevante importanza sono anche quelli della tutela dei dati personali dei soggetti. A tal proposito, in argomento, per un primo approccio, si rinvia a: COLAPIETRO, *Gli algoritmi tra trasparenza e protezione dei dati personali*, in *federalismi.it*, 5, 2023, p. 151 ss.; VIGLIANISI FERRARO, *Le nuove frontiere dell'intelligenza artificiale ed i potenziali rischi per il diritto alla privacy*, in *Persona e Mercato*, 2, 2021, p. 393 ss.

Occorre, inoltre, segnalare che l'algoritmo su cui si basa il funzionamento di un'IA è coperto dal diritto d'autore.

L'uso di IA pone continuamente nuove problematiche; di recente si discute dell'uso non autorizzato delle sembianze di un personaggio noto che può essere riprodotta attraverso l'IA con conseguenze sul piano della violazione del all'immagine anche quando l'uso non è a fini commerciali. È giunta inoltre la notizia di una nuova importante questione legale tra il noto quotidiano New York Times e la società non-profit OpenIA relativa all'uso non autorizzato di contenuti protetti da *copyright* nell'addestramento dei suoi modelli generativi ChatGPT.

¹² Ad esempio, la stessa Pubblica Amministrazione che si avvale di sistemi intelligenti nell'attività giudiziaria, oppure nella elevazione/gestione delle contravvenzioni agli automobilisti per infrazioni al codice della strada. Sull'utilizzo di sistemi di IA da parte della Pubblica Amministrazione, cfr. per tutti: GALETTA, *Il diritto dell'amministrazione pubblica digitale*, Giappichelli, Torino, 2020; ROMANO, *Intelligenza artificiale e amministrazioni pubbliche: tra passato e presente*, in *Cyberspazio e diritto*, 21, 1, 2020, p. 69 ss.; AVANZINI, *Decisioni amministrative e algoritmi informatici: predeterminazione, analisi predittiva e nuove forme di intellegibilità*, ESI, Napoli, 2019.

¹³ Come nel caso delle grandi società per azioni farmaceutiche che grazie ai sistemi di intelligenza artificiale sono riusciti ad approntare, in tempi relativamente brevi, il vaccino per contrastare l'epidemia da Covid 19.

dibattito degli organi dell'Unione.

3. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO E LA QUESTIONE DELLA SOGGETTIVITÀ GIURIDICA DEI SISTEMI DI IA

Occorre segnalare che in ordine al quadro normativo di riferimento, allo stato attuale, l'interprete non può che registrare una certa difficoltà di fronte ad un sistema che si presenta ancora alquanto incerto, nonostante i sistemi di IA siano oramai già molto diffusi in tantissimi ambiti.

In secondo luogo, e spostando il campo di osservazione sulla produzione degli effetti dell'attività svolta dai sistemi di IA, è necessario chiarire preliminarmente se sia possibile, o meno, conferire un'autonomia soggettiva al sistema di IA.

Il tema della possibile attribuzione di una soggettività giuridica¹⁴ ai sistemi di IA è stato affrontato dalla dottrina¹⁵ che è giunta alla conclusione che, allo stato, non vi sarebbero le condizioni per una sua soluzione in senso positivo, attesa l'impossibilità di assimilare il sistema di IA ad un soggetto giuridico, essendo piuttosto ancora considerato una "cosa"¹⁶.

Questa conclusione è stata condivisa anche dal legislatore europeo¹⁷ che, in via di principio¹⁸, ha confermato il concetto secondo cui il mondo della robotica debba avere lo scopo di coadiuvare l'attività dell'uomo e non di sostituirla e che lo sviluppo di queste tecnologie debba avvenire in una prospettiva c.d. antropocentrica.

Per quanto concerne il sistema di norme dell'ordinamento interno, sulla scorta dell'esclusione di una

¹⁴ La questione è risalente nel pensiero del legislatore europeo che già nella Progetto di Relazione recante raccomandazioni alla Commissione relative alle norme sulla robotica (2015/210(INL)), nei considerando Q e T, ha posto la questione della responsabilità giuridica dei sistemi di IA, in particolar modo di quelli dotati di una maggiore autonomia decisionale per i quali risulterebbe sempre più difficile essere considerati un semplice strumento nelle mani del loro produttore o utilizzatore. Ciononostante, in tale proposta viene chiarito che allo stato sarebbe ancora impossibile considerare questi robot dei soggetti giuridici ai quali potrebbe essere attribuita una responsabilità diretta in ordine alle conseguenze del loro agire. Le conseguenze del loro agire (oppure della loro omissione) sarebbe dunque pur sempre riferibile al loro produttore, oppure utilizzatore o proprietario.

¹⁵ D'ALESSIO, *La responsabilità civile dell'intelligenza artificiale antropocentrica*, in *Pers. e Mercato*, 2, 2022, p. 249 ss. In senso positivo si esprime invece: SARTOR, *L'intenzionalità dei sistemi informatici e il diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1, 2003, p. 23 ss.

¹⁶ LUCARELLI TONINI, *L'IA tra trasparenza e nuovi profili di responsabilità: la nuova proposta di "LA Liability Directive"*, in *Dir. informaz. inform.*, 2, 2023, p. 327 ss.

¹⁷ Un primo significativo passo in tale direzione è stato compiuto con la Risoluzione del Parlamento Europeo del 16 febbraio 2017 (2015/2103/INL). Per una panoramica sugli interventi del legislatore europeo: CHIAPPINI, *Intelligenza artificiale e responsabilità civile: nuovi orizzonti di regolamentazione alla luce dell'Artificial Intelligence Act dell'Unione Europea*, in *Riv. it. inf. e dir.*, 2, 2022, p. 95 ss.

¹⁸ Nella citata Risoluzione è tuttavia presente l'idea che in futuro, almeno in riferimento ai sistemi più avanzati capaci di una sorta di autonomia decisionale, possa essere prevista anche la possibilità di una soggettività elettronica. In ipotesi di sistemi di IA più sofisticati, infatti, attesa la loro riconosciuta capacità di ragionamenti autonomi, e pertanto imprevedibili, si invita la Commissione a valutare la possibilità di ritenere questi sistemi come delle persone giuridiche "elettroniche", ed in quanto tali dotate di un grado di soggettività tale da poter essere imputabili essi stessi del danno che è stato causato ai terzi. Si auspica quindi l'introduzione di linee guida e di codici di condotta, oltre che la previsione di un sistema di assicurazione obbligatorio, con l'istituzione di un fondo nel caso di danni non rientranti nella copertura. Ne discenderebbe altresì l'opportunità di prevedere un sistema di registrazione, a livello dell'Unione, dei robot più avanzati, allo scopo di costituire una sorta di banca dati.

soggettività giuridica attribuibile ai sistemi di IA, riguardo alla questione della responsabilità in caso di danno causato a terzi, la dottrina ha avuto modo di puntualizzare anzitutto che non vi sarebbe spazio per l'applicabilità del disposto di cui all'art. 2043 c.c., mancando nel caso un soggetto cui sarebbe consentito attribuire il comportamento che ha causato il danno¹⁹.

Numerose sono poi state le argomentazioni per poter applicare le varie ipotesi di responsabilità oggettiva²⁰, tra cui il ricorso all'art. 2050 c.c. in tema di danni causati nell'esercizio di attività pericolose²¹ sulla base della considerazione che il sistema di IA potrebbe essere incluso nella categoria di un prodotto pericoloso. In proposito però, la dottrina ha evidenziato che un tale rilievo potrebbe semmai avere la sua validità nelle sole ipotesi di difetti riscontrati nella costruzione ed invenzione del sistema stesso, e che comunque presupporrebbe che il danneggiato riesca a dare la prova del danno, del difetto del prodotto e del nesso di causalità; prova che si prospetterebbe di non agevole rilevazione, proprio in ragione della complessità del sistema di IA riguardo al suo funzionamento²².

Per quanto concerne invece il ricorso all'art. 2054 c.c. sui danni causati dalla circolazione dei veicoli, la sua applicazione è sembrata possibile sulla base della circostanza secondo cui i sistemi di IA sono stati inizialmente utilizzati proprio nella guida di veicoli senza conducente²³ e dunque dove subito è stata sollevata la questione della responsabilità per gli eventuali danni causati a terzi.

In argomento, una possibile soluzione, nell'ipotesi di danno causato a terzi, sarebbe stata ammissibile facendo riferimento al regime di rc obbligatoria previsto per il settore, consistente nella stipula di una polizza assicurativa a carico dei soggetti che si avvantaggiano di questa modalità di circolazione²⁴; soluzione che comunque solleverebbe altri dubbi applicativi sotto il profilo dell'individuazione dei parametri sui quali calcolare l'ammontare del relativo premio assicurativo²⁵.

È stata inoltre vagliata la possibilità di ricondurre la possibile attività dannosa causata da un sistema di IA nell'ambito di applicazione della direttiva 85/374/CE, attuata con DPR 24 maggio 1988 n. 224 in tema di responsabilità per danno da prodotti difettosi, a condizione però di far rientrare il sistema di IA nella nozione

¹⁹ Così: LUCARELLI TONINI, *L'IA tra trasparenza e nuovi profili di responsabilità* cit., p. 334.

²⁰ Per il ricorso all'art. 2047 c.c. relativo ai danni causati da un soggetto incapace di agire, cfr.: SANTOSUOSSO – TOMASI, *Diritto, Scienza, Nuove tecnologie*, Padova, 2016, p. 338 ss. Per il ricorso all'art. 2048 c.c. in tema di danno causato dai figli minori, cfr.: M. COSTANZA, *Robot e impresa*, in U. RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale e responsabilità*, Milano, 2017, p. 112 ss. Per il ricorso all'art. 2049 c.c. sulla responsabilità dei padroni e dei committenti, cfr.: COSTANZA, *Robot e impresa* cit., p. 112 ss.

È stato altresì prospettato il ricorso sia all'art. 2051 c.c. relativo al danno cagionato da cose in custodia, sia all'art. 2052 c.c. in tema di danno cagionato da animali.

²¹ In senso favorevole: COPPINI, *Robotica e intelligenza artificiale: questioni di responsabilità civile*, in *Pol. Dir.*, 4, 2018, p. 735 ss.

²² Così: ASTONE, *Sistemi intelligenti* cit., p. 487.

²³ Sulle questioni relative ai sistemi di circolazione senza conducente, si rinvia per tutti a: ALBANESE, *La responsabilità civile per i danni da circolazione di veicoli ad elevata automazione*, in *Eur e dir. priv.*, 4, 2019, p. 995 ss.

²⁴ DAVOLA – PARDOLESI, *In viaggio con il robot: verso nuovi orizzonti della r.c. auto ("driveless")?*, in *Danno e resp.*, 5, 2017, p. 625 ss.

²⁵ Così: COPPINI, *Robotica e intelligenza artificiale* cit., p. 737.

concettuale di prodotto²⁶. Il tentativo è parso, allo stato²⁷, piuttosto arduo in ragione delle caratteristiche intrinseche dell'IA basata su tecnologie informatiche molto avanzate.

La questione della regolamentazione dell'IA, proprio in ragione del suo carattere a-territoriale, va più correttamente inquadrato nell'ambito europeo, dove negli ultimi anni, si è andato sviluppando un ampio dibattito circa la necessità di dare vita alla prima regolamentazione al mondo dell'IA che tenga conto, da una parte, della necessità di promuovere la ricerca e sviluppare gli investimenti in questo ambito per non perdere la sfida a livello globale con le grandi potenze come Cina e Stati Uniti, dall'altra, porre solide basi e regole precise per consentire lo sviluppo di queste tecnologie nella salvaguardia della privacy e nel rispetto delle libertà fondamentali.

La strada, che si è voluta con fermezza perseguire, è stata quella di dettare regole valide per tutta l'Unione; in senso contrario quindi all'ipotesi di consentire una auto-regolamentazione dell'IA da parte delle aziende che potrebbero loro stesse prevenire le conseguenze dannose dell'innovazione. Ciò avrebbe significato ammettere che le aziende produttrici di sistemi di IA possano dettare le proprie regole attraverso codici di condotta e sottrarsi così al controllo da parte di enti ufficiali ed autorità competenti.

Questa seconda opzione è stata difatti reputata troppo rischiosa alla luce delle nuove versioni di IA c.d. generative che si stanno rivelando capaci di prestazioni sorprendenti, ma anche molto pericolose sul piano della tutela dei diritti degli utenti²⁸.

Numerosi sono stati, quindi, sinora i provvedimenti che si sono susseguiti²⁹ fino alle recenti ultime tre proposte di cui si attende ancora il completamento. Nello specifico, il dibattito si sta concentrando sul raggiungimento di un testo condiviso della proposta di Regolamento della Commissione Europea del 21 aprile 2021³⁰, modificata il 14 giugno 2023 – c.d. Artificial Intelligence Act -.

²⁶ Così: SANTOSUOSSO – BOSCARATO – CARLEO, *Robot e diritto: una prima ricognizione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 7-8, 2012, p. 494 ss.; FRATTARI, *Robotica e responsabilità da algoritmo. Il processo di produzione dell'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 1, 2020, p. 458 ss.

²⁷ L'argomento potrebbe tuttavia essere riconsiderato alla luce della proposta di direttiva Product Liability

²⁸ Sulla discussione che sta animando il Consiglio europeo, la Commissione ed il Parlamento, tesa a raggiungere un accordo di regolamentazione sull'Artificial Intelligence Act, si rinvia A DE BIASE, *L'Intelligenza artificiale e i nodi dell'approvazione di un regolamento europeo*, *Il Sole24ore* 28 novembre 2023. Viene altresì riportato che molti scienziati e ricercatori, facendo proprie le preoccupazioni circa un'autoregolamentazione dei sistemi di IA, anche di quelli come ChatGPT, stanno sollecitando con forza l'approvazione da parte degli organi europei della legge sull'IA.

²⁹ La Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo del 25 aprile 2018 – COM 2018/137 - e la Comunicazione della Commissione del 7 dicembre 2018 – COM 2018/795 -, la prima è "sull'intelligenza artificiale per l'Europa", la seconda riguarda il "Piano coordinato sull'intelligenza artificiale".

Con esse la Commissione ha segnalato la necessità che la diffusione di sistemi di intelligenza artificiale sia incentivata nel territorio dell'Unione attraverso un sistema coordinato di investimenti, onde poter essere competitivi sul piano internazionale. Emerge tuttavia l'avvertimento che questo sviluppo debba avvenire sempre nel rispetto dei valori fondamentali dell'Unione e della Carta dei diritti fondamentali.

Successivamente vi sono state: la Relazione in materia di sicurezza del 19 febbraio 2020 – COM 2020/64 -, il Libro bianco sull'IA del 19 febbraio 2020 – COM 2020/65 - e la Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 – 2020/2014INL - recante raccomandazioni alla Commissione su un regime di responsabilità civile per l'IA. In dettaglio, viene affermato che sarebbero necessari solo specifici e coordinati adeguamenti dei rispettivi sistemi interni in tema di responsabilità.

³⁰ COM/2021/206. Occorre dar conto che l'8 dicembre u.s. il Parlamento europeo ed il Consiglio hanno raggiunto un accordo politico di compromesso sull'AIA, mediando tra l'esigenza di sviluppo di queste tecnologie, a cui certamente viene riconosciuta una grande potenzialità per il benessere dell'umanità, e la necessità che questo sviluppo sia in linea con

Vi sono poi le due proposte di direttiva; la prima è del 28 febbraio 2022 - la Product Liability³¹ - e la seconda è del 28 febbraio 2022 – la responsabilità dell'IA³² -.

4. IL COMPLESSO DI REGOLE BASATO SULLA DISTINZIONE DEI RISCHI

In attesa che giunga a compimento l'*iter* di approvazione dell'Artificial Intelligence Act, è possibile trarre alcuni punti fermi da cui partire per delineare la posizione in cui viene a trovarsi il produttore di un sistema di IA, ovvero di colui che ha dato l'*input* iniziale ed al quale è riconducibile l'algoritmo di funzionamento.

In presenza di una tecnologia intrinsecamente complessa quale è quella di un sistema di IA, già con la Risoluzione del Parlamento del 20 ottobre 2020 (2020/2014INL)³³, era stata prospettata una distinzione nell'ambito dei possibili rischi connessi all'utilizzo di un sistema di IA.

Specificamente, da essa è possibile evincere una sorta di doppio sistema basato sulla ripartizione tra sistemi ad "alto rischio", in cui l'IA è caratterizzato da un elevato grado di autonomia decisionale che ne rende sostanzialmente imprevedibile le conseguenze dell'operato³⁴, e "altri sistemi" di cui all'art. 8.

A questa ripartizione dei possibili rischi corrisponde, sotto il profilo della responsabilità, un doppio regime. Anzitutto, una responsabilità oggettiva per i sistemi di IA c.d. ad alto rischio in cui l'operatore, secondo la previsione dell'art. 4, 3° comma, potrebbe dare la prova liberatoria solo nel caso di forza maggiore³⁵.

Per gli "altri sistemi", diversi quindi da quelli indicati nell'art. 3, il successivo art. 8 prescrive invece un regime di responsabilità per colpa, in cui l'operatore potrebbe dare la prova liberatoria dimostrando di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il verificarsi dell'evento dannoso, oppure che è stata rispettata la dovuta diligenza. Quest'ultima viene testualmente indicata: nell'aver selezionato da parte dell'operatore "un sistema di IA idoneo al compito e alle competenze, mettendo debitamente in funzione il sistema di IA, monitorandone le attività e mantenendone l'affidabilità operativa mediante la periodica installazione di tutti gli aggiornamenti disponibili"³⁶.

la tutela dei cittadini. Un tema molto controverso è stato quello dell'ammissibilità dell'identificazione biometrica a distanza da parte delle autorità di polizia negli spazi pubblici. Su questo punto l'accordo raggiunto stabilisce tale attività sia consentita a condizione che siano previste delle salvaguardie per i cittadini. Altra questione è stata quella dell'inserimento dei modelli c.d. fondativi quali ad esempio ChatGPT; per questi sarà prevista una valutazione preliminare relativamente all'impatto di essi.

Il testo legislativo di accordo di massima dovrà essere ulteriormente dettagliato prima di essere presentato al voto definitivo del Parlamento e del Consiglio ed il suo *iter* di approvazione dovrebbe concludersi a febbraio 2024.

³¹ COM/2022/495

³² COM/2022/496

³³ Per un commento sugli obiettivi della Risoluzione 2020/2014INL, cfr.: D'ALESSIO, *La responsabilità civile dell'intelligenza artificiale antropocentrica* cit., p. 257.

³⁴ L'art. 3 lett. c) della risoluzione testualmente qualifica i sistemi ad "alto rischio" come "un potenziale significativo in un sistema di IA che opera in modo autonomo di causare danni o pregiudizi a una o più persone in modo casuale e che va oltre quanto ci si possa ragionevolmente aspettare; l'importanza del potenziale dipende dall'interazione tra la gravità dei possibili danni o pregiudizi, dal grado di autonomia decisionale, dalla probabilità che il rischio si concretizzi e dalla modalità e dal contesto di utilizzo del sistema di IA".

³⁵ L'art. 5 della risoluzione indica altresì una dettagliata graduazione nell'ammontare del risarcimento a seconda della tipologia di danno e della sua gravità.

³⁶ Così l'art. 8, lett. b).

Per quanto concerne invece la Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo del 21 aprile 2021, nel testo modificato il 14 giugno 2023, questa prospetta una ripartizione dei rischi alquanto differente. Tale proposta anzitutto non affronta direttamente la questione della responsabilità, quanto piuttosto quella di creare le premesse per un quadro normativo europeo che abbia l'obiettivo di un'IA affidabile e sicura per garantire parità di condizioni e tutela per tutti i cittadini dell'Unione, rafforzando allo stesso tempo la competitività e la base industriale dell'Europa in questo ambito.

Si sottolinea, come suindicato, che lo sviluppo di sistemi di IA debba avvenire nel rispetto dei diritti e delle libertà fondamentali dell'Unione³⁷.

Più specificamente, vengono in primo luogo indicati nell'art. 5 una serie di sistemi di IA considerati vietati in quanto relativi, ad esempio, a tecniche di manipolazione e profilazione di individui attuata a loro insaputa, oppure sistemi di IA idonei ad incidere sul comportamento di gruppi o classi di individui.

Segue quindi l'individuazione di sistemi c.d. ad alto rischio, di cui all'art. 6; per questi sistemi, le successive disposizioni stabiliscono i requisiti che devono essere rispettati e l'istituzione di un sistema di gestione dei rischi di cui all'art. 9, sino a prevedere, all'art. 14, anche la supervisione di persone fisiche durante tutta la fase del loro funzionamento.

Si tratta pertanto di un sistema più strutturato, basato sul rischio, che distingue tra rischio inaccettabile, che rende il sistema vietato, e rischio alto, al quale conseguono una serie di puntuali prescrizioni.

Gli altri sistemi, non inseriti in queste disposizioni, vengono di conseguenza qualificati a rischio basso e sono esonerati dagli specifici obblighi di cui si è detto.

Con la proposta di direttiva sulla responsabilità dell'IA del 2022, il legislatore invece si è prefisso lo scopo di rimediare alla possibile incertezza normativa in tema di responsabilità che potrebbe derivare dai diversi regimi adottati dai singoli legislatori interni.

Nello specifico, tale incertezza riguarda gli Stati membri nei quali le imprese esporteranno o gestiranno i loro prodotti e servizi connessi con sistemi di IA. Difatti, il considerando n. 6 evidenzia che in assenza di norme armonizzate a livello di UE in materia di risarcimento dei danni causati dai sistemi di IA, i fornitori, gli operatori e gli utenti dei sistemi di IA, da un lato, e i danneggiati, dall'altro, si troverebbero di fronte a regimi di responsabilità differenti, che comporterebbero livelli di protezione disuguali e una distorsione della concorrenza tra le imprese di Stati membri diversi.

³⁷ Specificamente il considerando 4 *bis* della proposta di regolamento, così come modificato a seguito degli emendamenti approvati il 14 giugno 2023, testualmente dispone che “in considerazione dell'impatto significativo che l'intelligenza artificiale può avere sulla società e della necessità di creare maggiore fiducia, è essenziale che l'intelligenza artificiale e il suo quadro normativo siano sviluppati conformemente ai valori dell'Unione sanciti dall'articolo 2 TUE, ai diritti e alle libertà fondamentali sanciti dai trattati, alla Carta e al diritto internazionale in materia di diritti umani. Come prerequisito, l'intelligenza artificiale dovrebbe essere una tecnologia antropocentrica. Essa non dovrebbe sostituire l'autonomia umana o presupporre la perdita della libertà individuale e dovrebbe essere principalmente al servizio della società e del bene comune. È opportuno prevedere misure per garantire lo sviluppo e l'utilizzo di un'intelligenza artificiale eticamente integrata che rispetti i valori dell'Unione e la Carta”.

Anche in questa proposta viene fatto riferimento ai sistemi “ad alto rischio” per la cui definizione, nell’art. 2, si rinvia espressamente alla proposta di regolamento su esaminata.

Per quanto riguarda i danni causati dai sistemi di IA, la direttiva mira a fornire una base efficace per le domande di risarcimento in relazione alla colpa consistente nella non conformità a un obbligo di diligenza a norma del diritto dell'Unione o nazionale. Stabilire un nesso causale tra tale non conformità e l'output prodotto dal sistema di IA o la mancata produzione di un output da parte del sistema di IA che ha cagionato il danno in questione, può risultare difficile per gli attori. È stata pertanto stabilita, all'articolo 4, paragrafo 1, una “presunzione relativa del nesso di causalità”. Tale presunzione è la misura meno onerosa atta a rispondere alla necessità di un equo risarcimento del danneggiato.

La colpa del convenuto deve essere dimostrata dall'attore conformemente alle norme dell'Unione o nazionali applicabili e può essere accertata, ad esempio, dalla non conformità a un obbligo di diligenza a norma della legge sull'IA o di altre normative stabilite a livello dell'Unione.

Tale colpa può anche essere presunta dall'organo giurisdizionale sulla base del mancato rispetto di un'ordinanza giudiziaria di divulgazione o conservazione degli elementi di prova a norma dell'articolo 3, paragrafo 5. Tuttavia, è opportuno introdurre tale presunzione di causalità solo quando si può ritenere probabile che la colpa in questione abbia influenzato l'output pertinente del sistema di IA o la sua mancata produzione, il che può essere valutato dall'organo giudiziario sulla base delle circostanze generali del caso³⁸.

Il considerando n. 10 della proposta, chiarisce che “per rispettare il principio di proporzionalità, è opportuno armonizzare in modo mirato solo le norme in materia di responsabilità per colpa che disciplinano l'onere della prova a carico di coloro che chiedono il risarcimento del danno causato da sistemi di IA. La presente direttiva non dovrebbe armonizzare gli aspetti generali della responsabilità civile disciplinati in modi diversi dalle norme nazionali in materia di responsabilità civile, come la definizione di colpa o causalità, i diversi tipi di danno che giustificano le domande di risarcimento, la distribuzione della responsabilità tra più danneggianti, il concorso di colpa, il calcolo del danno o i termini di prescrizione”.

Il successivo considerando n. 14 rileva altresì che “la presente direttiva dovrebbe seguire un approccio di armonizzazione minima. Tale approccio consente all'attore di invocare norme nazionali più favorevoli nei casi in cui il danno sia stato causato da sistemi di IA. Le leggi nazionali possono quindi mantenere, ad esempio, l'inversione dell'onere della prova nel quadro della disciplina nazionale della responsabilità per colpa, oppure i regimi nazionali di responsabilità senza colpa (denominata "responsabilità oggettiva"), di cui esistono già numerose varianti nelle leggi nazionali, possibilmente applicabili ai danni causati da sistemi di IA”.

L'aver previsto l'intervento dell'organo giurisdizionale al fine di agevolare le informazioni utili per supportare la domanda di risarcimento da parte del danneggiato, si ricollega al principio di trasparenza dei sistemi di IA, consistente nella necessità di poter accedere a tutte le informazioni tese a conoscere il funzionamento

³⁸ Il considerando n. 25 stabilisce testualmente che la presunzione relativa del nesso di causalità possa operare solo a condizione “che il comportamento colposo abbia influito sull'output prodotto dal sistema di IA o sulla mancata produzione di un output da parte di tale sistema, che a sua volta ha causato il danno”.

dell'algoritmo che è alla base dello specifico sistema, nonché della sua logica³⁹.

Il sistema di responsabilità che si evince dalla presente proposta è dunque diverso da quello prospettato nella Risoluzione del 2020 che prevedeva un doppio regime di responsabilità. In questo caso, infatti, si tratta di un impianto basato su una presunzione relativa del nesso di causalità in presenza della violazione di un obbligo di diligenza⁴⁰. A garanzia di questo impianto concettuale si pone inoltre la descritta procedura giudiziaria che è tesa alla reale comprensione del funzionamento del sistema di IA allo scopo di individuarne con esattezza il perimetro delle responsabilità.

5. LA RAPPRESENTAZIONE DI UNA “FILIERA DELLE RESPONSABILITÀ”

Alla luce della suindicata rappresentazione dei rischi connessi ad un sistema di IA, nelle varie proposte sinora avanzate dal legislatore europeo, è possibile tracciare una sorta di “filiera delle responsabilità” dei soggetti che sono coinvolti in un determinato sistema di IA che ha causato un danno a terzi.

Preliminarmente, i soggetti interessati possono essere sia coloro che utilizzano o commercializzano un sistema di IA, sia coloro che in qualche misura possono incidere sul suo funzionamento, e cioè coloro che hanno progettato il sistema, oppure quelli che intervengono nelle fasi di aggiornamento delle istruzioni base.

Dall'esame delle disposizioni contenute nelle rispettive proposte suindicate, non è possibile tuttavia giungere ad un'univoca individuazione di questi soggetti.

Nello specifico, la Risoluzione 2020/2014, all'art. 3, fa riferimento alla figura dell'“operatore”, distinguendone due sottocategorie. Anzitutto l'operatore di “front-end”, ovvero la persona fisica o giuridica che esercita un certo grado di controllo su un rischio connesso all'operatività e al funzionamento del sistema di IA e che beneficia del suo funzionamento. Costui si differenzia dall'operatore di “back-end”, ovvero la persona fisica o giuridica che, su base continuativa, definisce le caratteristiche della tecnologia, fornisce i dati e il servizio di supporto di back-end essenziale e pertanto esercita anche un elevato grado di controllo su un rischio connesso all'operatività e al funzionamento del sistema stesso. È altresì previsto che quest'ultimo soggetto possa coincidere con il produttore, così come definito dall'art. 3 della direttiva 85/374/CEE in tema di responsabilità per i danni da prodotti difettosi, e pertanto sarebbe soggetto alla disciplina relativa.

Ai fini della rappresentazione della “filiera delle responsabilità”, il successivo art. 11 prevede testualmente che “in presenza di più operatori di un sistema di IA, tali soggetti sono responsabili in solido” e pertanto sarà esperibile l'azione di regresso nei confronti degli altri soggetti responsabili, da parte di colui che abbia risarcito interamente il danneggiato.

In ordine poi alla disciplina applicabile, viene ancora operata una distinzione nel caso in cui l'operatore di front-end sia anche il produttore del sistema di IA; in questo caso è stabilito che le disposizioni della risoluzione prevalgono su quelle della direttiva sulla responsabilità per danno da prodotti difettosi. Se invece

³⁹ In argomento, cfr.: LUCARELLI TONINI, *L'IA tra trasparenza e nuovi profili di responsabilità* cit., p. 330.

⁴⁰ L'art. 3 della proposta di direttiva si riferisce ad “un obbligo di diligenza previsto dal diritto dell'Unione o nazionale e direttamente inteso a proteggere dal danno verificatosi”.

l'operatore di back-end è anche il produttore, allora in tal caso è prevista l'applicazione della normativa dettata dalla direttiva 85/374/CEE. Infine, se l'unico soggetto è il produttore, la prevalenza viene attribuita alle disposizioni dettate dalla risoluzione.

Per quanto concerne la proposta di Regolamento 2021/206, nella sua versione aggiornata del 14 giugno 2023, dall'art. 3 si evince una distinzione tra i soggetti interessati da un sistema di IA più articolata in quanto si annoverano le seguenti figure: il fornitore⁴¹, l'operatore/utente⁴², il rappresentante autorizzato⁴³, l'importatore⁴⁴, il distributore⁴⁵ e l'operatore⁴⁶.

Per quanto attiene alla proposta di direttiva 2022/496 sulla responsabilità dell'IA, per l'identificazione dei soggetti interessati da un sistema di IA, l'art. 2 rinvia espressamente alla proposta di regolamento di cui sopra e dunque alle definizioni di questi soggetti rese nel citato art. 3, nella versione aggiornata a seguito delle modifiche del 14 giugno 2023.

In definitiva, se come produttore si vuole intendere il soggetto autore dell'algoritmo, cioè colui che ha dato al sistema l'*input* iniziale, imprimendo al sistema il suo scopo operativo, dalle proposte suindicate si dovrebbe probabilmente fare riferimento alla figura dell'operatore di back-end, di cui alla Risoluzione 2020/2014, oppure a quella del fornitore che la proposta di regolamento 2021/206 identifica concettualmente come il soggetto sviluppatore della tecnologia algoritmica, concetto che come si è visto viene ripreso anche dalla proposta di direttiva esaminata.

6. IL RAFFORZAMENTO DEGLI OBBLIGHI E LA RESPONSABILITÀ DEL PRODUTTORE

Sulla base di quanto sin qui rilevato, atteso che un sistema di IA è una tecnologia intrinsecamente complessa, soprattutto quella generativa di ultima generazione in cui vi è un elevato grado di autonomia⁴⁷ e da

⁴¹ L'art. 3, punto 2, della proposta di regolamento testualmente chiarisce che si tratta di “una persona fisica o giuridica, un'autorità pubblica, un'agenzia o un altro organismo che sviluppa un sistema di IA o che fa sviluppare un sistema di IA al fine di immetterlo sul mercato o metterlo in servizio con il proprio nome o marchio, a titolo oneroso o gratuito”;

⁴² A seguito delle modifiche del 14 giugno 2023 – emendamento n. 172 – la proposta di regolamento all'art. 3, punto 4, definisce operatore: “qualsiasi persona fisica o giuridica, autorità pubblica, agenzia o altro organismo che utilizza un sistema di IA sotto la sua autorità, tranne nel caso in cui il sistema di IA sia utilizzato nel corso di un'attività personale non professionale”

⁴³ L'art. 3, punto 5, della proposta di regolamento, testualmente definisce il rappresentante autorizzato come “qualsiasi persona fisica o giuridica stabilita nell'Unione che ha ricevuto un mandato scritto da un fornitore di un sistema di IA al fine, rispettivamente, di adempiere ed eseguire per suo conto gli obblighi e le procedure stabiliti dal presente regolamento”.

⁴⁴ L'art. 3, punto 6, della proposta di regolamento, definisce testualmente l'importatore come “qualsiasi persona fisica o giuridica stabilita nell'Unione che immette sul mercato o mette in servizio un sistema di IA recante il nome o il marchio di una persona fisica o giuridica stabilita al di fuori dell'Unione”.

⁴⁵ L'art. 3, punto 7, della proposta di regolamento definisce testualmente il distributore come “qualsiasi persona fisica o giuridica nella catena di approvvigionamento, diversa dal fornitore o dall'importatore, che mette a disposizione un sistema di IA sul mercato dell'Unione senza modificarne le proprietà”.

⁴⁶ L'art. 3, punto 8, a seguito delle modifiche del 14 giugno 2023 – emendamento n. 173 – definisce l'operatore quale “il fornitore, l'operatore, il rappresentante autorizzato, l'importatore e il distributore”.

⁴⁷ Il ChatGPT è un modello di linguaggio sviluppato da OpenAI; esso è basato sull'architettura GPT (Generative Pre-trained Transformer). Si tratta di un programma di IA progettato per comprendere e generare testo in modo coerente

cui possono scaturire risultati imprevedibili e considerando, altresì, allo stato, l'impossibilità di attribuire una soggettività giuridica al sistema di IA stesso, è possibile rilevare che in caso di danno cagionato a terzi dall'attività di elaborazione espletata da esso, questo va sempre imputato ad una persona umana.

Nello specifico, la dottrina è orientata a considerare quale responsabile il soggetto su cui ricadrebbero gli effetti di una possibile attività negoziale compiuta dall'IA⁴⁸, oppure in caso di illecito extracontrattuale causato da un sistema di IA, potrebbe essere l'utilizzatore del sistema, oppure l'operatore/utente cioè colui che si è appropriato del risultato dell'attività dell'IA, ferma restando comunque la responsabilità concorrente del produttore dell'algoritmo⁴⁹. Quest'ultimo sarebbe in ultima analisi colui al quale si rivolgono tutti coloro che sono stati coinvolti nell'attività del sistema, in quanto utenti, o utilizzatori a vario titolo del sistema stesso, ai quali in caso di danno causato dall'attività riconducibile al sistema di IA verrà inviata la richiesta di risarcimento da parte del danneggiato.

Difatti, già nella proposta di regolamento sull'AIA, nella versione resa nel 2021, è possibile notare che alla figura del produttore, quale sviluppatore del sistema, veniva conferita un'importanza centrale nella filiera delle responsabilità, in quanto era il soggetto su cui venivano addossati una serie di obblighi specifici in riferimento ai sistemi qualificati ad alto rischio.

Ciò è attestato dal Titolo III della proposta che dedica l'intero Capo 3 agli obblighi gravanti sul fornitore/produttore. Così gli artt. 16 e ss. descrivono ciò che costui deve garantire in funzione della sicurezza di sistemi di questo tipo, fino a comprendere, all'art. 23, anche uno specifico obbligo di cooperazione con l'autorità nazionale competente, comprensivo dell'accesso ai *log* generati automaticamente dai loro sistemi di IA, nella misura in cui tali *log* sono sotto il loro controllo.

È altresì previsto, nel successivo art. 43, che i fornitori/produttori di questa tipologia di sistemi di IA debbano garantire che essi siano stati sottoposti ad un'adeguata procedura di valutazione di conformità prima della loro immissione sul mercato o messa in funzione.

A seguito delle modifiche del 14 giugno 2023, con l'introduzione nel testo dell'art. 29 *bis*, l'apparato di garanzie a cui è tenuto il fornitore si è ulteriormente arricchito della "valutazione d'impatto sui diritti fondamentali", sempre per i sistemi ad alto rischio. Essa sostanzialmente richiede, tra i tanti elementi, una descrizione analitica delle finalità del sistema, l'indicazione delle categorie di soggetti interessati e soprattutto l'informazione sulle conseguenze che l'utilizzo del sistema potrebbe avere sui diritti fondamentali, nonché un piano organizzato per arginare eventuali risultati negativi in questo ambito. Dunque una vera assunzione di

e contestualmente rilevante. L'obiettivo è fornire risposte coerenti alle domande degli utenti o di generare testo in base a prompt specifici. Vi è poi il modello Gemini sviluppato da Google. Esso è in grado di comprendere e operare su diversi tipi di informazioni, tra cui testo, codice, audio, immagini e video. Ernie Bot invece è di fabbricazione cinese e può conversare in testo, come ChatGPT, rispondere a domande e risolvere problemi matematici.

⁴⁸ A tal proposito, anche in caso di smart contracts, dove l'intero procedimento contrattuale è automatizzato e regolato da un software, l'attività sarebbe riconducibile all'uomo che ha effettuato la scelta iniziale. In argomento: M. MAUGERI, *Smart contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021, p. 28; SALITO, *voce Smart contract*, in *Digesto disc. priv.*, Torino, 2019, p. 5

⁴⁹ Così: ASTONE, *Sistemi intelligenti e responsabilità* cit., p. 496.

responsabilità per questo soggetto, che comprende, come previsto al n. 3, anche un'attività di monitoraggio da effettuarsi successivamente nella fase di funzionamento del sistema.

La recente approvazione di un testo condiviso da parte degli organi dell'Unione mostra, altresì, ulteriori novità che riguardano la figura del fornitore/produttore.

Tra gli obiettivi che sono stati raggiunti al termine dell'ampio dibattito che vi è stato tra gli organi dell'Unione sull'AIA si annovera quello dell'inserimento nel testo dei c.d. *foundation models*, ovvero dei modelli generativi che elaborano grandi masse di dati. Per questi modelli è stata prevista una disciplina che si struttura su due livelli, anche in questo caso basata sul grado di rischiosità del modello stesso.

Specificamente, in caso di modelli valutati ad alto impatto sulla base del potere di calcolo di cui sono dotati, è stata prevista una valutazione *ex ante* posta a carico del fornitore che, nella specie, deve riguardare la sicurezza informatica, la trasparenza ed il suo impegno alla condivisione di tutta la documentazione tecnica relativa al sistema; il tutto, come detto, prima che il sistema stesso venga immesso sul mercato per la sua commercializzazione.

Per i modelli, invece, che non sono qualificati ad alto impatto, sono previsti solo obblighi di trasparenza, comunque necessari per la loro diffusione nel mercato.

7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Come evidenziato, tale apparato di regole è ancora in corso di definizione. Da esso sembrerebbe tuttavia possibile desumere che si sta delineando un impianto in cui la figura del produttore/ sviluppatore di IA venga a ricoprire un ruolo centrale sotto il profilo della responsabilità, dunque strategico nel perseguimento degli obiettivi dell'Unione cioè sostenere lo sviluppo di queste nuove tecnologie nel rispetto dei valori e delle libertà fondamentali che rappresentano il comune patrimonio europeo.

In sostanza, il principio ispiratore alla base dei suesposti provvedimenti sembrerebbe essere che i pochi grandi produttori dei costosi sistemi di IA, che possono essere grandi società informatiche o enti di ricerca, devono anche esserne i garanti sotto il profilo della loro conformità a tutta la serie articolata e puntuale di prescrizioni che sono state dettate per rendere l'IA trasparente in termini di finalità, di impatto sulla collettività e di sicurezza. Sistemi di IA che devono essere affidabili "a monte" dunque, e che siano percepiti come tali dall'intera collettività di utenti, cioè da tutti coloro che si collocano "a valle" di questo processo, siano essi utilizzatori o anche investitori o chiunque altro che, rispetto all'IA, sia comunque inidoneo a gestirne i rischi.

Si comprende pertanto la ragione giustificatrice dell'apparato di obblighi che gravano sul produttore, ovvero che il sistema di regole deve essere un'opportunità per lo sviluppo, controllato e trasparente, delle nuove tecnologie.

Lo sforzo del legislatore europeo è stato sinora certamente notevole e l'impegno di giungere presto ad una regolamentazione adeguata è attestato dall'ampio dibattito tuttora in corso. Alla luce però di quanto sinora rilevato, resterebbero alcuni aspetti di criticità che dovrebbero essere tenuti in adeguata considerazione nella

futura disciplina definitiva.

Occorre rilevare che, sulla base dell'esposta ripartizione tra i rischi connessi all'IA e considerando singolarmente ogni soggetto coinvolto nell'utilizzo di un sistema di IA al fine di delinearne la rispettiva responsabilità, anche la posizione di soggetti diversi dai produttori dovrebbe essere considerata con maggiore attenzione. Questi si possono rivolgere direttamente al produttore in tutte quelle ipotesi di danni collegabili all'impianto tecnico di funzionamento che è alla base del sistema.

In altre parole, in caso di danni che possono essere stati causati da quello che potremmo indicare come il funzionamento della "struttura algoritmica iniziale" dell'IA⁵⁰, questi sarebbero attribuibili al suo produttore/sviluppatore che potrebbe aver violato alcuni degli obblighi previsti, ed a questo soggetto, in base alla filiera delle responsabilità, sarebbe dunque possibile addossarne il risarcimento.

La posizione dei produttori/sviluppatori andrebbe però tenuta indenne in caso di danni che potrebbero essere stati causati dall'uso improprio dell'IA da parte di altri soggetti, che pur avendo assolto ai loro obblighi⁵¹, abbiano utilizzato il sistema in modo anomalo rispetto alle informazioni di funzionamento ricevute oppure ne abbiano distorto il dato elaborato.

Per vero, accertare quando e quanto l'utilizzo dell'IA sia stato improprio oppure no, presenta sicuramente profili di ulteriore complessità; purtroppo, una tale eventualità non dovrebbe essere trascurata a priori, ma andrebbe tenuta in debito conto nell'emanazione di un testo organico e completo di norme sull'IA.

Dalle argomentate considerazioni suesposte, è possibile rilevare che il funzionamento di un sistema di IA coinvolgerebbe, dunque, una pluralità di soggetti e diversi piani di indagine: dalla tutela dei dati personali, a quella del diritto d'autore o del mercato, in considerazione del fatto che la concentrazione nelle mani di pochi grandi società informatiche, che si stanno mostrando come le uniche capaci di sostenere gli ingenti costi di costruzione e di funzionamento di questi sistemi complessi, può avere delle rilevanti ripercussioni sulla condizione di concorrenza.

Gli approcci di indagine possono dunque essere molteplici, ma il punto di partenza è sempre quello di dover stabilire con chiarezza il perimetro delle rispettive responsabilità.

A tal riguardo, sembra che la strada intrapresa dal legislatore europeo⁵² fondata sulla ripartizione dei rischi, da una parte, e da un ampio apparato di obblighi dall'altra, stia conducendo verso un regime di responsabilità oggettiva in capo al produttore; e su questa linea si porrebbe anche proposta di direttiva Products Liability⁵³ che all'art. 4 include nella nozione di prodotto anche i software e che conferma un regime di

⁵⁰ La direttiva 85/374/CE sui prodotti difettosi sarebbe inidonea a gestire questa ipotesi in ragione delle caratteristiche intrinseche dell'IA in cui il danno potrebbe essere stato prodotto dall'autonoma combinazione che il sistema di IA effettua tra dati che acquisisce e il funzionamento dell'algoritmo; il sistema di IA non sarebbe allo stato un prodotto rientrante in questo ambito di disciplina. Si attende tuttavia l'approvazione della nuova direttiva Products Liability (COM/2022/495).

⁵¹ Come già indicato in precedenza, la proposta di Regolamento dedica l'art. 25 al rappresentante autorizzato, l'art. 26 all'importatore e l'art. 27 al distributore.

⁵² In argomento, cfr, anche DEL FEDERICO, *Intelligenza artificiale e responsabilità civile. Alcune osservazioni sulle attuali proposte europee*, in *Jus civ.*, 5/2023.

⁵³ Il progetto della direttiva Products Liability (COM/2022/495).

responsabilità oggettiva del produttore.

La questione si pone in termini completamente nuovi e dirompenti riguardo i modelli generativi ad alto impatto di nuova generazione che hanno raggiunto inediti livelli di autodeterminazione. Questi modelli possono essere perfettamente funzionanti, adeguatamente mantenuti ed aggiornati e nonostante ciò possono causare un danno che in via puramente logica è attribuibile unicamente all'attività dell'IA.

In ipotesi di tal genere, il legame tra l'agire dell'uomo ed il danno prodotto è in sostanza saltato; le categorie tradizionali della responsabilità atte a descrivere il fenomeno mostrano tutta la loro inadeguatezza, avendo perso le tradizionali funzioni sanzionatoria e di deterrenza. Inoltre, la distinzione tra i soggetti coinvolti in un sistema di IA tra produttore, sviluppatore e utente, non è più rappresentativa del fenomeno, ma la diffusione di modelli generativi sempre più performanti sta determinando un'opacità anche dei ruoli di ogni singolo soggetto.

Resta, purtroppo allo stato, l'impossibilità di attribuire all'IA una soggettività giuridica; si dovrà allora fare riferimento comunque ad un soggetto, probabilmente alle grandi società informatiche che stanno investendo enormi risorse in questi progetti⁵⁴ poiché si attendono in ritorno grandi benefici, non solo economici, e potranno dunque sopportare di contro l'onere di un sistema aggravato di responsabilità, in relazione al quale, peraltro, sorgerà sicuramente un adeguato impianto assicurativo. In caso di danno a terzi è a questi soggetti che andrebbe addossata una sorta di responsabilità di tipo oggettivo "di nuova generazione", adeguata alle nuove esigenze e concretamente capace di risolvere le ipotesi di danno; probabilmente, in ragione della complessità del fenomeno, questa potrebbe configurarsi come una responsabilità con una chiara connotazione riparatoria e senza ammissibilità di una prova contraria.

⁵⁴ Si rende noto da parte della stampa che la società OpenAI ha creato un accordo con Microsoft per sviluppare sistemi di IA generativi in cui quest'ultima si è impegnata a sostenere investimenti per 13 miliardi di dollari, una cifra astronomica che non è minimamente paragonabile a quella che prevede di investire nei prossimi anni l'intera Unione Europea; ciò denota il forte interesse per gli sviluppi futuri della IA.

**INTELLIGENZA ARTIFICIALE
E PROCESSO CIVILE: SPUNTI DI
RIFLESSIONE E LINEE DI
SVILUPPO CON UNO SGUARDO
OLTRE CONFINE**

Gianluigi Passarelli

Intelligenza Artificiale e processo civile: spunti di riflessione e linee di sviluppo con uno sguardo oltre confine*

(Artificial Intelligence and civil trial: brief analysis and lines of development with an eye abroad)

Gianluigi Passarelli

Avvocato e *Research Fellow* in Diritto dell'economia presso l'Università "San Raffaele" di Roma.

ABSTRACT [En]:

The issue will focus on the use of AI. to civil trial also looking at the experiences already applied in some foreign legal orders. Before concluding with some *de iure condendo* observations, the essay questions whether the A.I. applied to civil trial it would guarantee "fair" and transparent justice, i.e. attentive to the characterizing role of the interpreter as well as the social conditions of the parties.

Keywords: Artificial Intelligence; Civil Trial; Predictive Justice; A.I. Act.

ABSTRACT [IT]:

Il lavoro mira a tracciare una visuale di insieme sull'impiego della I.A. al giudizio civile guardando anche alle esperienze già applicate in alcuni ordinamenti stranieri. In particolare, prima di concludere con alcune osservazioni *de iure condendo*, il saggio si interroga sulla circostanza se l'I.A. applicata al giudizio civile garantirebbe una giustizia "giusta" e trasparente cioè attenta anche al ruolo caratterizzante dell'interprete nonché alle condizioni sociali delle parti.

Parole chiave: Intelligenza artificiale; processo civile; giustizia predittiva; DDL I.A.

SOMMARIO: 1. Il dibattito sull' I.A. applicata ai sistemi giudiziari 2. Le esperienze oltre confine 3. Paura del nuovo? Alcuni spunti *de iure condendo*

1. IL DIBATTITO SULL' I.A. APPLICATA AI SISTEMI GIUDIZIARI

L'Unione europea ha approvato l'8 dicembre 2023 l'A.I. Act, il primo pacchetto di regole a livello europeo sull'Intelligenza Artificiale. Si tratta di una legge fondamentale che, negli auspici dei legislatori europei, potrebbe diventare un modello per il resto del mondo.

Tra le principali novità la predetta normativa comunitaria prevede la possibilità che l' I.A. possa essere utilizzata anche dalle forze dell'ordine per il riconoscimento facciale biometrico in tempo reale. In sintesi con

I.A. si avrà uno strumento che potrebbe fortemente aiutare anche le operazioni di investigazione.

Ma dal punto di vista del rapporto con il processo civile, quale concreto ausilio potrebbe dare l'I.A.? Questa è la domanda cui queste pagine sono richieste dare risposta tentando di comprendere se i valori fondamentali su cui si basa il processo civile sono in pericolo.

Recentemente, al G7 delle Avvocature alcuni autorevoli esponenti del mondo forense, di quello giudiziario e di quello legislativo si sono mostrati molto scettici nell'utilizzo della I.A.¹ ritenendo che non sia possibile che un giudice venga sostituito dalla I.A. nella redazione delle motivazioni sottese alle decisioni o che i comportamenti o le strategie processuali degli avvocati possano essere sostituite da un sistema predittivo e statistico². Ma ad oggi il dibattito, almeno in Italia anche grazie al recente disegno di legge, denominato "DDL I.A."³, impone agli esperti del settore di confrontarsi su una tematica tanto attuale quanto complessa.

Il punto di partenza è che l'esigenza sociale di certezza, di celerità, di snellimento burocratico, sono state indubbiamente un motore propulsore all'ingresso della "macchina" nel mondo del diritto, in quanto l'automatismo è in grado di sopperire ai limiti umani, rispondendo positivamente alla richiesta di efficientamento dei procedimenti e delle organizzazioni.

Proprio tale capacità sarebbe alla base dell'ultimo approdo teorico-applicativo: impiegare l' I.A. anche nella fase decisoria. Difatti, non mancano coloro che ritengono utile predisporre l'utilizzo delle alte tecnologie durante l'intero svolgimento del processo, in modo da far acquisire alla macchina tutte le informazioni rilevanti e sulla base di decisioni preimpostate in ordine a casi simili, giungere prevedibilmente alla decisione del caso giudiziario⁴. Coloro che sostengono tale tesi sono dell'avviso di poter ridurre il margine di errore nella soluzione delle questioni processuali⁵, il che si porrebbe, perfettamente, in linea con gli obiettivi eurounitari

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

Il lavoro rielabora, con l'aggiunta di note bibliografiche, l'intervento tenuto alla tavola rotonda *L'Intelligenza Artificiale applicata ai sistemi giudiziari. Prospettive e garanzie* svoltasi il 22 maggio 2024 presso la Camera di Commercio di Caserta.

¹ Il G7 delle Avvocature svoltosi quest'anno in Italia dal 15 al 17 aprile 2024 ha avuto come tema "Intelligenza artificiale e valori democratici". Etica, innovazione tecnologica e tutela dei diritti della persona".

² Rende l'idea P. MORO, *Intelligenza artificiale e professioni legali. La questione del metodo*, in *Journal of Ethics and Legal Technologies*, 2019, p. 32 il quale rileva "Infatti, la soggezione a ipotesi precostituite di programmazione non è compatibile con la realtà giuridica, che implica la necessità di mettere in discussione le premesse del discorso sul fatto controverso, sebbene la nozione stessa di algoritmo non implichi soltanto la formulazione astratta di una teoria, ma anche un processo effettivo di descrizione della natura".

³ Il 23 aprile 2024 è stato reso pubblico dal Governo il testo di un disegno di legge approvato dal Consiglio dei Ministri che sarà sottoposto al Parlamento italiano al fine di introdurre nel nostro ordinamento disposizioni normative concernenti l'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale.

⁴ Viene alla mente un celebre scritto di CALAMANDREI, *Giustizia e politica: sentenza e sentimento*, in *Opere giuridiche*, Roma, ried. 2019, p. 646 in cui l'illustre giurista si domandava se nel sistema della legalità fosse vero che la sentenza del giudice potesse essere prevedibile.

⁵ Per un approfondimento vedi gli studi condotti dal già Professore della Università di Oxford Richard Susskind, consulente del governo inglese ed uno dei maggiori esperti di intelligenza artificiale giuridica a livello internazionale, il quale è dell'avviso che è possibile che tra vent'anni la professione del magistrato potrà essere completamente sostituita da sofisticati strumenti informatici. Così cfr. SUSSKIND, *Online Courts and the Future of Justice*, Oxford, Oxford University Press, 2019, *passim*; IDEM, *The end of lawyers?*, Oxford, Oxford University Press, 2008, *passim*. Gli studi di Susskind sono magistralmente sintetizzati dal già Presidente del Consiglio Nazionale Forense ALPA, *Intelligenza Artificiale e il contesto giuridico*, Modena, Mucchi, 2021, p. 146 il quale rileva "Le soluzioni di Susskind sono impegnative, l'Autore ci invita a

sull'efficientamento dello svolgimento dei processi⁶.

Tuttavia, ad avviso di chi scrive, la predetta ipotesi applicativa “rigida” dell’I.A., contrasta in maniera stridente con l’*animus* del diritto in generale e con la *ratio* e la funzione processuale in relazione alle specifiche questioni fattuali che si verificano e che necessitano, costantemente, dell’apporto interpretativo umano. In altre parole, pur volendo supportare l’impiego dell’ I.A. nelle dinamiche del processo civile, questa potrebbe svolgere solo un lavoro di mero ausilio⁷, ancillare rispetto al ruolo svolto dalla difesa delle parti e ma soprattutto dal giudice⁸.

D’altro canto è noto che, indipendentemente dal tipo di algoritmo che si decide di utilizzare, il software di I.A. si basa su dati che vengono inseriti, alcuni di questi anche automaticamente riformulati (è il caso di *Machine learning*, *Deep Learning*, etc.) e che consentono di raggiungere il risultato per cui questa viene programmato⁹. Nel caso della I.A. applicata alla Giustizia i *data* potrebbero essere rappresentati anche da precedenti giurisprudenziali oppure da specifici parametri. Orbene questi *data* vengono già per lo più utilizzati nell’ambito degli *automated decision systems*: si tratta di algoritmi diretti a prevenire o comporre liti e risolvere controversie. Al tempo stesso, è chiaro che questi nuovi metodi alternativi di risoluzione delle controversie, certamente potrebbero garantire un significativo risparmio di tempo e costi rispetto ai sistemi tradizionali e spesso vengono offerti solamente online.

A rigor di chiarezza, il dubbio che sorge a chi scrive è, invece, in merito all’utilizzo della I.A. in processi complessi in cui la meccanicità nella valutazione degli atti e fatti del giudizio non garantirebbe né la certezza del diritto né tantomeno una giusta interpretazione “umana” delle norme e del fatto che condurrebbe altresì ad una adeguata ed efficace difesa delle parti ma soprattutto ad una decisione e, quindi, giustizia equa e “giusta”¹⁰.

In esito, è chiaro che il processo “giusto” non può che riflettere il dinamismo della società, essere lo specchio della sua evoluzione e così le regole che lo disciplinano¹¹. Il suo essere giusto non può essere valutato esclusivamente in termini di efficienza, di durata quanto piuttosto di rispetto della persona e dei suoi diritti, di

raccogliere la sfida che, ben s’intende, non ha ambizioni universali: si tratta più semplicemente di individuare il modo per risolvere i casi civili di modesto valore in un contesto globale con “corti online”¹¹.

⁶ Secondo il Ministero della Giustizia, il PNRR prevede risorse per € 2.679.789.053,73 per riforme e investimenti di efficienza e competitività nel sistema giustizia italiano. I risultati da conseguire sono: riduzione del tempo di durata del giudizio; abbattimento dell’arretrato giurisdizionale; digitalizzazione del processo; riqualificazione del patrimonio immobiliare giudiziario. Cfr. <https://www.giustizia.it/giustizia/page/it/pnrr>

⁷ Il ruolo di mero *tool* della I.A. nel processo è stato sottolineato durante la predetta tavola rotonda da RAFFONE.

⁸ Cfr. sul punto ZACCARIA, *Figure del giudicare: calcolabilità, precedenti, decisione robotica*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, p. 294, il quale lucidamente sostiene che vada comunque preservata un’area di coscienza non automatizzata nel campo del diritto. Per alcune riflessioni cfr. anche da ultimo BATTELLI, *Giustizia predittiva, decisione robotica e ruolo del giudice*, in *Giust. Civ.*, 2020, pp. 281 ss.; GABELLINI, *Algoritmi decisionali e processo civile: limiti e prospettive*, in *Riv. tri. Dir. proc. civile*, 2022, pp. 59 ss.

⁹ Rende l’idea FINOCCHIARO, *Intelligenza artificiale. Quali regole?*, Il Mulino, Bologna, 2024, p. 72.

¹⁰ Sul punto per alcuni spunti cfr. GAMBÀ, *Sintetiche riflessioni sulla «decisione giusta»: ius dicere e digitalizzazione della giustizia*, in *Riv. tri. dir. proc. civ.*, 2023, pp. 819 ss.

¹¹ Per il dibattito sul “giusto processo” nella dottrina processualcivile cfr. *ex multis* VERDE, *Il nuovo articolo 111 della Costituzione e il giusto processo in materia civile*, in B. Capponi – V. Verde (a cura di), E.S.I., Napoli, 2002, p. 177; BOVE, *Art. 111 Cost. e “giusto processo civile”*, in *Riv. Dir. Proc.*, 2002, pp. 493 ss.; CAIANIELLO, *Riflessioni sull’art. 111 della Costituzione*, in *Riv. Dir. Proc.*, 2001, p. 42, ivi 48 il quale è dell’avviso che il legislatore costituzionale “con l’aggettivo “giusto” ha voluto sottolineare che il processo deve essere conforme a quanto è scritto in costituzione; CHIARLONI, *Giusto processo e fallimento*, in *Il fallimento*, 2002, p. 257.

una chiara e motivata interpretazione delle norme, della valutazione del caso concreto in ossequio ai principi costituzionali e alla legge, dunque dell'equità, valore imprescindibile¹².

Fatta tale premessa, appare logico ritenere che l' I.A. debba essere uno strumento che deve creare innovazione ed essere un ausilio concreto alla Giustizia circoscrivendo, però, il suo ruolo a quello di un mero ausiliario a servizio del processo¹³.

Difatti, la dogmatica giuridica ci insegna che le condizioni di possibilità di comprendere non sono riconducibili tutte nell'ambito di un procedimento o di un metodo - come potrebbe essere quello utilizzato da un software di I.A. - ma includono anzitutto un dato esistenziale costituito dalla comprensione originaria che inseparabilmente accompagna l'interprete in quanto modo di essere della sua esistenza umana¹⁴. In effetti l'interprete, è ben noto, non può accedere al significato della legge se non elabora il suo orizzonte ermeneutico assumendo i punti di vista su scelte e valutazioni: infatti, se non include i punti di vista extrasistemici tra i referenti della sua riflessione egli non è in grado di intendere il problema in funzione del quale il testo deve essere interpellato.

Questo delicato compito dell'interprete, che certamente non può essere analizzato se non prendendo atto della complessità che lo connota, in specie quando ci si trova ad interpretare una norma comunitaria, viene autorevolmente chiarito anche da Zoppini il quale rileva che anche “la norma uniforme di derivazione comunitaria, una volta nazionalizzata e fatta propria dalla legge di recepimento, debba essere trattata come una norma interna e interpretata alla stregua delle fonti dell'ordinamento domestico”¹⁵.

In definitiva, quanto assunto certamente appare in contrasto con decisioni automatizzate che rappresenterebbero il risultato dei sistemi di I.A. rigidi applicati alla giustizia. Pertanto, tutto ciò deve far riflettere su come sarebbe possibile “sfruttare” l'I.A. senza creare pregiudizi alla macchina della Giustizia ed ai predetti valori su cui si fonda il processo civile.

2. LE ESPERIENZE OLTRE CONFINE

Il presente paragrafo ha l'unico fine di riportare schematicamente alcuni casi in cui, alcuni ordinamenti hanno applicato l'I.A. alla giustizia. Ad ogni modo, l'ampiezza e la complessità del tema impone di procedere

¹² L'I.A. va a impattare su molti diritti costituzionali e, pertanto, anche su quelli strettamente collegati al processo civile, pertanto, si auspica che con i prossimi interventi legislativi venga garantita una adeguata tutela dei predetti valori costituzionali. Ciò è quanto è stato efficacemente auspicato da PATRONI GRIFFI nel più volte menzionato convegno.

¹³ In apertura della tavola rotonda in epigrafe ciò è quanto è stato autorevolmente rimarcato da CASELLA che ha sottolineato che dovrà essere sempre il Giudice a motivare il provvedimento giudiziario e, pertanto, l' I.A. verrà utilizzata solo per risolvere due principali problematiche, ovvero, organizzazione e semplificazione del giudizio nonché come mero strumento per raccolta giurisprudenziale.

¹⁴ Così MENGONI, *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Giuffrè, Milano, 1996, pp. 25 ss.. Cfr. utili spunti da ultimo BOCCHINI, *La regolazione giuridica dell'intelligenza artificiale*, in *Le monografie di NDS*, Giappichelli, Torino, 2024, pp. 24 ss. Durante i lavori di cui alla più volte citata tavola rotonda, la portata della problematica, in particolare sul ruolo centrale della interpretazione delle norme, è stata messa suggestivamente in rilievo da PICARO il quale ha, tra l'altro, richiamato il modo del pensiero dogmatico, penetrato nella giurisprudenza, ad opera di giuristi tedeschi e italiani.

¹⁵ Così ZOPPINI, *Il diritto privato e i suoi confini*, Il Mulino, Bologna, 2020, p. 34.

per punti, il che non consentirà di dare sufficiente illustrazione e motivazione alle affermazioni che seguono.

L'ordinamento argentino da alcuni anni utilizza *Prometea* ovvero un sistema di I.A. che tra l'altro lavora come assistente predittivo dei giudici nei contenziosi ad oggetto i sinistri stradali, analizzando e collazionando tutti i dati ad oggetto quel sinistro consentendo, pertanto, al giudice di ottimizzare i tempi, almeno nella parte del fatto, nella redazione della decisione¹⁶.

Il Brasile, invece, utilizza due diversi strumenti di I.A. Da un lato *Victor* (creato dal Ministero della Giustizia in partnership con l'Università di Brasilia), ovvero un sistema di intelligenza artificiale che consente di applicare un filtro all'appello, al fine di qualificare la ammissibilità o meno dell'appello in una fase precontenziosa¹⁷. Dall'altro viene utilizzato dinanzi alla Corte Superiore di Giustizia il sistema chiamato *Socrates* che consente, sulla base di algoritmi predefiniti, di raggruppare a blocchi casi simili affinché possano essere decisi congiuntamente¹⁸.

In Estonia, invece, viene utilizzato il giudice *robot* per tutte le cause che hanno un valore sino a € 7.000. Mentre l'Olanda ha recentemente introdotto il *Rechtwijzer* ovvero un sistema di ADR avanzato, basato sulla I.A., introdotto per assistere le coppie nei processi di separazione e divorzio¹⁹.

Infine, negli Stati Uniti, viene utilizzato il sistema di I.A. chiamato *eDiscovery* che consente alla Corte di reperire prove o comunque dati utili nella fase antecedente il giudizio²⁰.

Concludendo, nel Regno Unito, *UK Civil Justice Council*, in un report del 2015, consiglia l'introduzione di *Her Majesty's Online Court* ovvero della I.A. nei contenziosi civili che abbiano un valore inferiore a £ 25.000²¹.

3. PAURA DEL NUOVO? ALCUNI SPUNTI DE *IURE CONDENDO*

Alla luce delle considerazioni svolte, è agevole comprendere, leggendo nella filigrana del dibattito e nella contrapposizione delle idee che l'I.A. non possa mai andare a sostituire il Giudice nel suo delicato ed unico compito di decidere un caso concreto ma deve, e questa *chance* il nostro ordinamento non può perderla, essere

¹⁶ Secondo uno studio di settore con l'utilizzo di questo sistema di I.A. si sono ridotti drasticamente i tempi nell'amministrazione della giustizia. Ad esempio, nel paradigma della burocrazia "cartacea", la produzione di 1000 sentenze sul diritto alla casa richiedeva 174 giorni di lavoro. Con Prometea ora si producono in 45 giorni. Lo stesso accade con i casi relativi ai diritti dei lavoratori: 83 giorni per produrre 1000 sentenze, ora si ottengono in 5 giorni. Si veda <https://www.lisia.it/post/prometea-il-sistema-ai-adottato-dai-tribunali-amministrativi-della-citta-di-buenos-aires>

¹⁷ VIEIRA DE CARVALHO FERNANDES, BARROS MENDES, HENRIQUE T.A. CARVALHO, HONDA FERREIRA, *The VICTOR Project: Applying artificial intelligence to Brazil's Supreme Federal Court*, in R. VOGL (a cura di), *Research Handbook on Big Data Law*, Elgaronline, 2021, pp. 304 ss.

¹⁸ MARTIN DE SANCTIS, *Artificial Intelligence and Innovation in Brazilian Justice*, in *International Annals of Criminology*, Cambridge University Press, 2021, *passim*.

¹⁹ Per alcuni spunti cfr. SINGH – KOCHAR, AI integration and reshaping of Indian judicial system, in *international journal of advanced legal research*, 2023, disponibile online al seguente link <https://ijalr.in/wp-content/uploads/2023/07/AI-integration-and-reshaping-of-Indian-Judicial-System.pdf>

²⁰ Per alcune riflessioni sui benefici ed i rischi della I.A. applicata al processo civile cfr. l'articolo del Giudice statunitense DIXON JR., *Artificial Intelligence: Benefits and Unknown Risks*, in *American Bar Association*. Per alcuni dati sull'utilizzo di "eDiscovery" nelle corti statunitensi cfr. <https://www.relativity.com/blog/from-ai-to-short-message-e-discovery-2023-case-law-update/>

²¹ Cfr. <https://www.judiciary.uk/wp-content/uploads/2015/11/cjc-ar-2014-15.pdf>

sfruttata dalla “macchina” giustizia. Parafrasando quanto Irti, in altro contesto, ha già autorevolmente rimarcato, la tecnica deve essere sempre domata dal diritto²². Pertanto, per non scendere in una mera speculazione teorica e astratta, se si guarda alla legislazione futura, anche alla luce della circostanza che il DDL ha appena iniziato il suo formale *iter* – tra l’altro sembrerebbe proprio limitare la funzione della I.A. ad una mera attività di supporto - occorre innanzitutto dare conto che l’ I.A. deve essere un mero ausilio, che il giudice, nel suo delicato ed unico compito potrebbe “sfruttare”²³.

Pertanto, ad avviso di chi scrive sarebbe innanzitutto utile applicare l’ I.A. alla mediazione anche con l’ausilio di un *software* che consentirebbe alle parti di avere una visuale completa del contendere anche conoscendo quali sono gli orientamenti giurisprudenziali che si sono pronunciati su questioni simili²⁴.

Inoltre, a sommo avviso di chi scrive, potrebbe essere utile applicarla alla consulenza tecnica d’ ufficio. Difatti, è noto che la consulenza tecnica è uno strumento che per sua natura è finalizzato a fornire al giudice le competenze tecniche o scientifiche in cui egli è carente, colmando il *gap* di conoscenza dovuto dalla necessaria parzialità della formazione dello stesso. Nonostante sia pacifico che il giudice non sia vincolato ai risultati della consulenza tecnica d’ufficio e che la stessa non possa essere nemmeno considerata un mezzo di prova²⁵, non è parimenti revocabile in dubbio che, quando questa sia stata ammessa ed espletata, il giudizio di fatto che verrà svolto dal giudice in sentenza sarà (quasi) sempre influenzato, se non addirittura determinato, dai risultati cui è giunto il consulente. Ad ogni modo, i benefici di affidare la fase della consulenza tecnica ad un sistema di I.A. potrebbero essere molteplici, ovvero l’ottimizzazione della selezione del consulente più idoneo; il rispetto dei principi di rotazione e trasparenza nelle nomine; la minimizzazione dei pregiudizi nella scelta dei consulenti; l’analisi efficiente e veloce di grandi quantità di dati; la valutazione accurata degli elementi della consulenza da parte del giudice e la creazione di modelli predittivi per anticipare sviluppi futuri nelle circostanze oggetto della consulenza.

Inoltre, guardando anche alla predetta esperienza olandese, l’ I.A. potrebbe essere un importante ausilio nella omologa degli accordi di separazione e valutare se gli accordi, anche con una programmazione degli algoritmi, siano in contrasto con il primario interesse dei figli.

In questo scenario ancora sfocato, ben venga il ricorso alla I.A. quando si tratta semplicemente di decidere su una questione ad oggetto un indennizzo già stabilito da una norma il cui *quantum* è da misurarsi semplicemente in base ad alcuni parametri. Viene in mente il caso dell’applicazione dell’indennizzo previsto dal

²² IRTI – SEVERINO, *Le domande del giurista e le risposte del filosofo (un dialogo su diritto e tecnica)*, in *Contratto e impresa*, 2006, p. 665 e ss. Non a caso il Premio Nobel per la Fisica nell’anno 2021 GIORGIO PARISI in una recente intervista ha rimarcato che l’intelligenza artificiale è estremamente potente ma va governata; sul punto si veda DE FAZIO, *Il Premio Nobel Giorgio Parisi: “L’intelligenza artificiale va governata”*, in *La Repubblica Online*, 21 aprile 2024.

²³ L’art. 14 del “DDL I.A.” sottolinea che l’utilizzo dei sistemi di I.A. deve essere limitato a mere attività di supporto, incluse la ricerca giurisprudenziale e dottrinale, mentre – in osservanza del quadro costituzionale - vengono specificamente individuate le attività che il giudice non potrà delegare alla macchina: interpretazione della legge, valutazione dei fatti e delle prove e adozione dei provvedimenti.

²⁴ Un software già utilizzato negli Stati Uniti chiamato *Lex Machina*, creato dalla *LexisNexis*. Sull’utilizzo del software cfr. <https://lexmachina.com>

²⁵ Sul punto cfr. Cass. civ. 7 giugno 2019 nr. 15521, in www.dejure.it

Regolamento UE 261/2004 in caso di ritardo o cancellazione di un volo aereo, tra l'altro in fase di sperimentazione in Germania con il sistema denominato *Frauke*. In questo caso ci sono dei parametri già identificati dalla norma sulla base delle ore di ritardo e della distanza chilometrica. È chiaro, quindi, che l'incontro algoritmico condurrebbe certamente ad una decisione equa ed in ottemperanza ai parametri individuati già dalla norma comunitaria, mentre al giudice verrebbe devoluta la sola liquidazione delle spese del giudizio da liquidarsi, in ottemperanza al D.M. 55/2014, sulla base del *quantum* oggetto del contendere.

A giudizio di chi scrive, invece, viene più difficile pensare che il sistema di I.A. possa decidere su questioni come l'interpretazione di un patto parasociale, di una specifica operazione societaria²⁶ o della interpretazione di tradizionali principi civilistici²⁷.

Gli algoritmi, infine, potrebbero avere un ruolo di filtro (simile al caso del software *Victor* sperimentato in Brasile) nella proposizione dei giudizi, andando, per esempio, a scartare tutti quei contenziosi manifestamente infondati o, comunque, dove non è stato esperito il tentativo di conciliazione obbligatorio ovvero l'azione è prescritta oppure quei casi in cui è stato adito un tribunale territorialmente incompetente.

Concludendo, appare altresì un aiuto per il processo che un sistema di I.A. possa individuare la legge applicabile nei contenziosi transfrontalieri. In proposito, è noto che nelle obbligazioni contrattuali la legge applicabile viene individuata sulla base del Regolamento *Roma 1* che indica, in assenza di scelta delle parti, una serie di casi in cui, sulla base del tipo di contratto, verrà individuata quella da applicare²⁸.

²⁶ Invece, hanno offerto, alla tavola rotonda in epigrafe, interessati spunti di riflessione sull'utilizzo della I.A. in rapporto alla prevenzione della crisi di impresa QUARANTA e RUBINO DE RITIS. Parimenti preme ricordare che in merito alla applicazione della I.A. alla prevenzione delle crisi bancarie la dottrina ha già compiuto passi decisivi, cfr. sul punto LOIACONO - RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation* 23, 2022, pp. 227- 243; ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, UTET, 2019, *passim*; DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Utet Giuridica, 2020, *passim*. Si veda, inoltre, in prospettiva gli argomenti critici sulla necessità che il diritto commerciale prenda coscienza della potenziale attitudine dei sistemi di I.A. ad agire quali imprenditori anche in assenza di controllo umano diretto così come sviluppati da SBARBARO, *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica*, in *Il Nuovo diritto delle società*, 2020, pp. 885 ss. mentre, più nello specifico, sull'impatto della I.A. sulla *corporate governance* cfr. da ultimo RIMINI, *Intelligenza artificiale e doveri degli amministratori*, in *Corporate Governance*, 2024, pp. 87 ss.; SACCO GINEVRI, *Ancora sulla Intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Riv. Trib. dir. Econ.*, 2021, pp. 345 ss.

²⁷ La portata della problematica è messa incisivamente in rilievo da ZOPPINI, *Contratto ed economia comportamentale*, in *Enciclopedia del Diritto*, Milano, p. 314, il quale sottolinea: "L'obiettivo è quello di verificare se il modello di razionalità sotteso al diritto privato, quindi il paradigma del comportamento "normale", esiga d'essere revocato in dubbio e poi, in una prospettiva dichiaratamente neosistemica, eventualmente sostituito da un nuovo modello di riferimento. Il tradizionale paradigma del «buon padre di famiglia» è difatti espressione di un modello di normalità ideologicamente non neutrale in termini di genere, di attitudini comportamentali, di ceto sociale — sicché il legislatore francese ha cancellato il sintagma dal codice civile e lo ha sostituito con il lemma «ragionevolmente»".

²⁸ Il predetto regolamento comunitario all' art. 4 così recita: "1. In mancanza di scelta esercitata ai sensi dell'articolo 3 e fatti salvi gli articoli da 5 a 8, la legge che disciplina il contratto è determinata come segue: a) il contratto di vendita di beni è disciplinato dalla legge del paese nel quale il venditore ha la residenza abituale; b) il contratto di prestazione di servizi è disciplinato dalla legge del paese nel quale il prestatore di servizi ha la residenza abituale; c) il contratto avente per oggetto un diritto reale immobiliare o la locazione di un immobile è disciplinato dalla legge del paese in cui l'immobile è situato; d) in deroga alla lettera c), la locazione di un immobile concluso per uso privato temporaneo per un periodo di non oltre sei mesi consecutivi è disciplinata dalla legge del paese nel quale il proprietario ha la residenza abituale, purché il locatario sia una persona fisica e abbia la sua residenza abituale nello stesso paese; e) il contratto di affiliazione (franchising) è disciplinato dalla legge del paese nel quale l'affiliato ha la residenza abituale; f) il contratto di distribuzione è disciplinato dalla legge del paese nel quale il distributore ha la residenza abituale; g) il contratto di vendita di beni all'asta è disciplinato dalla legge del paese nel quale ha luogo la vendita all'asta, se si può determinare tale luogo; h) il contratto concluso in un

In chiusura, tirando le fila del discorso sin qui svolto, si può intanto sostenere che l' I.A. applicata al giudizio civile deve certamente essere affiancata da un Codice etico redatto da esperti del settore con la necessaria supervisione e ratifica del Ministero della Giustizia²⁹. È necessario che questo codice sicuramente vada a prevedere il divieto di discriminazione di sesso, razza e religioni e delle minoranze come altresì il rispetto dei diritti fondamentali, *data security* e, quindi, accertarsi che i *data* siano sicuri e non siano alterati; trasparenza nell'utilizzo dei *data*, in termini di autenticità e legittimità d'uso, ma anche nella programmazione dell'algoritmo, ovvero il cittadino che volesse accedere ha il diritto di conoscere le modalità di programmazione e i principi scientifici ed informatici sulla cui base è stato creato³⁰. In sintesi, riportando gli auspici più volte rimarcati dal Santo Padre: ad oggi, nel difficile compito di regolamentare e convivere con l' I.A. nei diversi settori, serve una "Algoretica"³¹.

sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della direttiva 2004/39/CE, conformemente a regole non discrezionali e disciplinato da un'unica legge, è disciplinato da tale legge."

²⁹ Ha suggestivamente auspicato, all'evento da cui nasce il presente scritto al quale ha preso parte altresì RESTA Responsabile area penale presso il DIGSIA del Ministero della Giustizia, la necessità di costituire a livello nazionale una struttura tecnica istituzionale che, tra l'altro, si occupi di individuare delle linee guida GATT. A livello comunitario già nel 2018 la Commissione europea ha evidenziato la necessità di promuovere le iniziative in tema di Intelligenza Artificiale nel rispetto di un "quadro etico basato sui valori dell'Unione e coerente con la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea".

³⁰ È la prospettiva che segnala ALPA, *op. cit.*, p. 13 secondo cui "non si debbono risolvere solo problemi giuridici, perché alla base di questa rivoluzione del pensiero e delle attività produttive stanno problemi etici di enorme rilevanza". Oltre confine cfr. REILING, *Courts and Artificial Intelligence*, in *International Journal for Court Administration*, 2020, pp. 6 ss.

³¹ Le parole di Papa Francesco sono riportate dal quotidiano *Avvenire* al seguente [link](https://www.avvenire.it/chiesa/pagine/il-papa-gli-algoritmi-non-possono-decidere-la-vita-delle-persone-serve-un-etica-condivisa) <https://www.avvenire.it/chiesa/pagine/il-papa-gli-algoritmi-non-possono-decidere-la-vita-delle-persone-serve-un-etica-condivisa>

**IL PRECARIO
RUOLO DELL'*INSIDER*
TRADING TRA *BIS IN IDEM* E
INSIDER DI SÈ STESSO**

Donata Di Sarno

Il precario equilibrio dell'*insider trading* tra *bis in idem* e insider di se stesso*

(*The delicate balance of insider trading between bis in idem and insider of itself*)

Donata Di Sarno

Giudice per le indagini preliminari presso il Tribunale di Napoli Nord

ABSTRACT [En]:

The legal institute of insider trading is still the subject of a doctrinal and case law debate. On one hand, it is noted that it is difficult to combine the double-truck system of administrative and criminal sanctions with the *bis in idem* issue; on the other, the acknowledged criminal relevance of the insider of itself imposes to come to terms with the principle of materiality of criminal law and with the main requirement to preserve physiological speculation that inspires investors.

Keywords: insider trading; double-truck system of administrative and criminal sanctions; *bis in idem*; investors.

ABSTRACT [It]:

L'istituto dell'*insider trading* è, ancora oggi, motivo di discussione dottrinale e giurisprudenziale. Da un lato, viene in rilievo la difficoltà di coniugare il sistema del doppio binario sanzionatorio col principio del divieto di doppia incriminazione; dall'altro, la riconosciuta rilevanza penale dell'*insider* di se stesso impone di fare i conti col principio di materialità del diritto penale e con la esigenza, primaria, di non svilire la fisiologica speculazione che muove gli investitori.

Parole chiave: *insider trading*, doppio binario sanzionatorio; *bis in idem*; investitori.

SUMMARY: 1. Il ruolo delle informazioni nei mercati finanziari e la loro tutela penalistica 2. La sentenza resa sul caso "Cremonini" e i nodi irrisolti della fattispecie penale dell'*insider trading* 2.1. Il doppio binario sanzionatorio e il *bis in idem* 2.1.2. Le risposte della Corte di Cassazione al doppio binario sanzionatorio nel caso Cremonini 2.2. La discussa figura dell'*insider* di sé stesso; 3. Considerazioni conclusive.

1. IL RUOLO DELLE INFORMAZIONI NEI MERCATI FINANZIARI E LA LORO TUTELA PENALISTICA

Il mercato finanziario è un luogo virtuale basato sulla circolarità delle informazioni. Il patrimonio conoscitivo degli operatori orienta e condiziona le scelte degli investitori e, di riflesso, l'andamento dei titoli: il prezzo di questi ultimi altro non è che la sintesi delle aspettative su di essi proiettate, tanto più fiduciose se consapevoli¹.

Si comprende, allora, la centralità delle “informazioni” all'interno del mercato, la cui diffusione immediata è il presupposto del suo efficiente e trasparente funzionamento². Non è un caso che, proprio negli interstizi di deficit informativo, si annida il rischio di speculazioni e abusi di mercato.

Postulato di tale stato di cose è il rilievo, accanto allo scambio agevole di dati, della “simmetria informativa”: la sostanziale eguaglianza degli operatori nella consapevole partecipazione alle regole del gioco garantisce il fisiologico andamento del mercato, assicurando la sua immunità da anomali rialzi o ribassi dei prezzi che possano minare la fiducia degli investitori.

Tale assunto è tanto più essenziale se si considera l'ormai consolidato mutamento dei mercati finanziari determinato dalla globalizzazione: il rischio normalmente connesso all'investimento, oggi, non ricade più solo sul singolo azionista, ma involge una sfera soggettiva più ampia (si pensi, ad esempio, alle conseguenze di un *crac* finanziario sui lavoratori, sui fondi pensione, sulle banche commerciali).

È la stessa Costituzione a tutelare l'interesse all'informazione, da un lato sancendo, all'art. 41, la libertà di iniziativa economica privata, basata sull'esigenza conoscitiva degli imprenditori, dall'altro salvaguardando, all'art. 47, la tutela del risparmio: la legge fondamentale, quindi, garantisce di fatto la conoscenza del mercato in condizioni di parità, affinché l'utente possa effettuare scelte autentiche e ponderate.

Il tutto senza obliterare il valore della speculazione: come sottolineato da autorevole dottrina, “*In un ordinamento economico basato sulla libera iniziativa la fondamentale liceità della speculazione è fuori discussione*”³, al punto da essere “*socialmente benefica*”⁴. Sarebbe paradossale, infatti, immaginare un mercato finanziario “stabile”, scevro dalle oscillazioni determinate dall'incontro tra domanda e offerta: il fenomeno speculativo è la linfa, ove regolato, della crescita dell'economia su scala globale, perché tende alla virtuosa massimizzazione del profitto (virtuosa poiché non inquinata da pratiche scorrette basate su una “asimmetria informativa”).

È piuttosto la alterazione dei prevedibili meccanismi di rialzo o ribasso dei prezzi a destare l'allarme e l'attenzione del legislatore, costretto a intervenire affinché la libertà di iniziativa economica privata non si trasformi in attività scorretta o illegittima, priva di regole. L'economia deve essere, allora, governata dal diritto, attraverso la predisposizione di meccanismi che possano garantire la naturale funzione allocativa del risparmio svolta dal mercato: il legislatore deve scongiurare il rischio che taluni investitori possano sfruttare informazioni

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

¹ In questo senso, ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Giuffrè, 1988, p. 63 e ss.

² Sul punto, CARRIERO, *Il problema dell'insider trading*, in *Foro Italiano*, 1988, V, p. 146 e ss.

³ PEDRAZZI, *Diritto Penale IV. Scritti di diritto penale dell'economia*, Giuffrè, 2003, p. 3

⁴ PEDRAZZI, *op. cit.*, p. 111

privilegiate agendo in maniera fraudolenta⁵. Una simile possibilità, infatti, condizionerebbe negativamente il mercato, inquinando i processi di trasmissione delle informazioni e determinando, così, un aumento dei costi di transazione suscettibile di provocare un netto calo degli investimenti: è necessario, allora, disincentivare le frodi insite nella disparità di informazioni attraverso la previsione di sanzioni, anche penali.

È il capo II del Titolo I-bis della V parte del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, 58) a offrire una generale regolamentazione penalistica del mercato. Il capo III, peraltro, contempla anche l'applicazione di sanzioni amministrative, di fatto istituendo un “doppio binario” sanzionatorio. La preoccupazione di combattere un mercato disincentivante per gli investitori è espressamente esplicitata nella Relazione di accompagnamento al T.U.F., ove si rileva che “*solo evitando che tutti gli investitori si sentano discriminati nell'accesso alle informazioni e privi di strumenti di difesa si riuscirà a spostare masse significative di risorse verso impieghi di capitale a rischio*”.

Il T.U.F. rappresenta l'approdo (certamente non definitivo) di un ormai risalente *iter* normativo che travalica i confini della dimensione nazionale: esso è il risultato esemplare della convergenza tra interventi legislativi di matrice europea e normazione italiana. Può dirsi, anzi, che il settore degli illeciti finanziari è, probabilmente, quello che, maggiormente, vive della spinta europeista (esito non imprevedibile, alla luce della transnazionalità delle operazioni di mercato).

La normativa interna in materia di abusi di mercato, non a caso, ha preso l'avvio con la L. 157 del 17 maggio 1991, attuativa della Direttiva n. 89/592/CE, il cui art. 2 sanciva la illiceità dell'*insider trading*, per poi essere trasfuso nell'art. 180 del D.Lgs. 58/1998 (T.U.F.).

Anche la attuale formulazione della norma penale in tema di *Market Abuse*, l'art. 184 T.U. cit., è stata condizionata dalla Direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse Directive*, MAD), attuata dalla L. n. 62 del 18 aprile 2005 e modificata dalla L. n. 262 del 28 dicembre 2005.

Il primo intervento legislativo in materia, quindi, è di origine europea, e va individuato nella Direttiva 89/592/CE del 13 novembre 1989, introdotta allo scopo di garantire il coordinamento delle normative dettate nei confronti di soggetti in possesso di “informazioni privilegiate”, definite dall'art. 1 (“*un'informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari*”).

È questo il primo riferimento positivo in tema di *insider trading*, emblematico dell'importanza del fenomeno a livello europeo e della necessità di uniformare, sul punto, le regolamentazioni degli Stati membri. Si è trattato, tuttavia, di un tentativo incompiuto, poiché gli ampi margini discrezionali lasciati alle normative nazionali hanno finito, di fatto, per creare una certa disomogeneità, solo in parte superata dalla MAD, che si è caratterizzata per aver introdotto un modello repressivo di tipo amministrativo, concentrando la risposta sanzionatoria agli abusi nelle autorità amministrative indipendenti.

Allo scopo di disciplinare la materia in maniera più omogenea il legislatore europeo è intervenuto, nel

⁵ In questo senso si esprime CARMONA, *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia*, Cedam, 2002, p. 3

2014, con la c.d. MAD II, ossia la Direttiva 2014/57/UE, accompagnata dal Regolamento 2014/596/UE (c.d. MAR), entrambi ispirati all'esigenza di garantire un migliore funzionamento dei mercati finanziari. Con la MAD, invero, incentrata sulla risposta essenzialmente amministrativa al *Market Abuse*, la reazione sanzionatoria non appariva sufficientemente dissuasiva; la complessiva inefficacia del sistema, aggravata dalle discordanze nazionali in punto di definizione dei comportamenti illeciti, faceva sì che, nelle operazioni transfrontaliere, si nascondesse il rischio di realizzazione degli abusi nei sistemi più blandamente punitivi.

Nel 2012, quindi, la Commissione europea ha elaborato due Proposte, una di Direttiva e una di Regolamento, poi sfociate nella MAD II e nel MAR: la prima era destinata alla implementazione delle sanzioni penali, attraverso l'individuazione delle regole minime di individuazione della fattispecie criminosa; la seconda era volta alla omogenea regolamentazione e al rafforzamento del profilo amministrativo del fenomeno⁶.

Il ricorso allo strumento penalistico, baluardo ultimo di prevenzione di condotte particolarmente offensive di beni giuridici meritevoli di tutela, non può essere ricondotto solo alla tendenza all'armonizzazione delle legislazioni europee, ma deve necessariamente essere letto, in un'ottica di frammentarietà del diritto penale e di meritevolezza della pena, quale frutto di una precisa scelta di politica criminale, necessitata da urgenti esigenze general-preventive.

La tutela penale del mercato, in altri termini, è l'ennesima dimostrazione della sempre maggiore necessità di garantire la trasformazione del capitale di risparmio in capitale d'investimento, minata dall'abuso di informazioni privilegiate: affinché vi sia un continuo afflusso di fondi, è necessario creare affidabilità sulla consistenza e contrattazione dei titoli e, quindi, creare le condizioni per un mercato trasparente.

La *ratio puniendi*, quindi, va individuata nella esigenza di comprensibilità e gratuità dei dati conoscitivi, per impedire che la abituale formazione dei prezzi di mercato dei valori mobiliari determinati dall'incontro tra domanda e offerta sia turbata dalle condotte di coloro che, essendo a conoscenza di notizie riservate, potrebbero sfruttarle per manovre speculative⁷.

Per vero, non manca chi sottolinea che il bene tutelato dalle norme penali non possa essere individuato nella *par condicio* degli operatori, né nella trasparenza, poiché l'asimmetria informativa è insita nel funzionamento dei mercati finanziari, attecchendosi ad ineliminabile conseguenza dei loro meccanismi⁸. Questi Autori, dunque, spostano il baricentro della questione dai "valori" agli "obiettivi": lo scopo, partendo dal presupposto dell'ineluttabile dominio informativo (peraltro spesso necessitato dalla impossibilità di divulgare determinate notizie), è quello di perseguire la efficienza del mercato sanzionando non tanto la esistenza di posizioni di vantaggio, quanto piuttosto il loro sfruttamento e la loro illecita acquisizione.

Diviene allora decisivo tratteggiare un confine: quello di effettivo possesso delle informazioni (inevitabilmente differenziato) e quello di concreta possibilità della loro conoscibilità: è l'accesso libero e uguale

⁶ Per un interessante *excursus* sull'evoluzione normativa in materia di abusi di mercato si veda BRUSEGAN, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, in *Archivio Penale*, 2015, p. 209-224.

⁷ In questo senso, ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale – Leggi complementari*, Vol. I, Giuffrè, 1993, p. 365.

⁸ In questo senso, SEMINARA, AA.VV., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, 2000, p. 621.

alle notizie il fine ultimo della normativa in materia di *insider trading*, poiché in borsa l'informazione è potere.

“In un mercato efficiente le risorse affluiscono verso gli impieghi più convenienti. (...) Però il suo corretto funzionamento richiede che le informazioni rilevanti siano liberamente disponibili e che tutti gli investitori debbano essere in grado di dare fondamento alla loro conoscenza e ai loro giudizi, e non che singoli privilegiati siano in grado di trarre vantaggio personale da informazioni confidenziali. (...) Certamente la speculazione è indispensabile per alimentare la borsa. Ma gli operatori, formulando pronostici e magari scommettendo su dicerie, sopportano un rischio calcolato (égalité des chances). L'iniziato, al contrario, utilizza una precisa notizia segreta suscettibile di influenzare il prezzo (price-sensitive) ed agisce perciò a colpo sicuro (sure-thing speculation). È un'alterazione delle regole competitive”⁹.

Da questa autorevole riflessione è utile partire per comprendere e affrontare i nodi ancora irrisolti collegati alla tutela penale del mercato finanziario.

2. LA SENTENZA RESA SUL CASO “CREMONINI” E I NODI IRRISOLTI DELLA FATTISPECIE PENALE DELL’INSIDER TRADING

La fattispecie penale di *insider trading* è, ancora oggi, motivo di confronto e di studio, sotto molteplici punti di vista, da parte di dottrina e giurisprudenza.

Che il dibattito intorno a tale istituto sia ancora fervido lo dimostra la recente sentenza della Corte di Cassazione sul caso “Cremonini”¹⁰, nota per essersi pronunciata, essenzialmente, su due nodi problematici: il doppio binario sanzionatorio e la peculiare figura dell'*insider* di se stesso.

Come anticipato, in materia di *insider trading* sussiste un “doppio binario sanzionatorio”, uno penalmente rilevante *ex art* 184 T.U.F., l'altro sanzionato in via amministrativa *ex art* 187 *bis* T.U.F. Sono previste, dunque, due diverse tipologie di illeciti, tra di loro concorrenti.

Come evidenziato in tempi altrettanto recenti dalla Suprema Corte, “tale coincidenza non indica sovrapposibilità materiale ma solo doppia punibilità”¹¹. Tale assunto, tuttavia, non esaurisce il problema della doppia incriminazione e del suo fragile rapporto con il principio del *bis in idem*.

Il fondamento fattuale della citata sentenza “Cremonini” riguardava il gruppo di controllo di una nota società quotata in borsa, la Cremonini s.p.a. Tale gruppo di controllo aveva deciso di cancellare la stessa dal listino di borsa, ovvero di eseguire il c.d. *delisting*; a tal fine, aveva comunicato al mercato la decisione del lancio di un'OPA totalitaria e volontaria.

Prima del lancio dell'OPA, tuttavia, tre esponenti di vertice delle società Cremonini s.p.a. e Cremofin s.r.l.¹², appartenenti al medesimo gruppo, avevano acquistato le azioni della Cremonini s.p.a. essendo a conoscenza della “informazione privilegiata” relativa all'esistenza di un pianificato progetto di OPA. Gli azionisti della società *target*, non essendo a conoscenza del lancio dell'OPA, avevano ceduto le

⁹ WEIGMANN, voce *Insider trading*, in *Enc. Giur. Treccani*, Vol. XVIII, 1989

¹⁰ cfr. Cass. Pen., sez. V, sentenza del 15.04.2021, n. 31507

¹¹ cfr. Cass. Pen., sez. VI, sentenza del 5.11.2020, n. 10068

¹² Si trattava, più nel dettaglio, del socio di controllo della Cremonini s.p.a. e Cremofin s.r.l., dell'amministratore delegato della Cremonini s.p.a. e dell'amministratore di Cremofin s.r.l.

proprie quote a un prezzo inferiore rispetto a quello che gli sarebbe stato offerto nell'OPA, determinandosi così una illecita plusvalenza data dalla differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli e il costo che essi avrebbero avuto nell'ambito dell'OPA.

Nondimeno, con delibera n. 17777 del 15.05.2011, la Consob accertava che i soggetti avevano agito in violazione dell'art. 187 *bis* T.U.F. per aver effettuato acquisti degli strumenti finanziari utilizzando l'informazione privilegiata, allora ancora non conosciuta dal mercato, del lancio dell'OPA.

A seguito dell'accertamento della Consob, dunque, i medesimi fatti costituivano oggetto di due distinti procedimenti, uno amministrativo e uno penale.

Il primo terminava con l'irrogazione delle sanzioni di cui all'art. 187 *bis* T.U.F.

Per gli stessi fatti veniva avviato, altresì, il procedimento penale, che ha condotto all'arresto di cui si discute.

Le censure mosse nell'ambito del ricorso in Cassazione alla sentenza di condanna, confermata in sede di appello¹³, vertevano, tra le altre, su due questioni principali: la violazione del principio del *ne bis in idem* e l'individuazione della esatta nozione di "informazione privilegiata" ai fini della penale rilevanza della figura del c.d. *insider* di sè stesso.

2.1. IL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO E IL *BIS IN IDEM*

Il T.U.F., come si diceva, contempla la possibilità di applicare, al contempo, una sanzione penale e una amministrativa alle ipotesi di abuso di informazioni privilegiate. Si è in presenza, in altri termini, di un illecito amministrativo e di una fattispecie di reato che, nonostante i tentativi giurisprudenziali tesi ad escludere la loro sovrapponibilità materiale ponendo l'accento sul profilo sanzionatorio, hanno elementi costitutivi quasi del tutto coincidenti.

Orbene, il divieto di *bis in idem*, nella prospettiva di più ampio respiro della Corte Europea di Strasburgo (contemplato dall'art. 4 del Protocollo 7 della CEDU, rubricato "Diritto di non essere perseguito o condannato due volte"), è finalizzato a proibire la ripetizione di un procedimento penale conclusosi con una decisione definitiva. La impossibilità – inderogabile, ai sensi dell'art. 15 della Convenzione – di duplicare un procedimento penale è prerogativa di un processo equo e comporta il divieto di instaurare un nuovo e distinto procedimento penale per un reato laddove, per il medesimo fatto, sia già stato chiuso un procedimento.

La nozione sostanzialistica del concetto di "reato" promossa dalla Corte EDU impone di fare riferimento, nella sua individuazione "comparatistica", soprattutto alla natura dell'infrazione e alla afflittività della sanzione ad essa connessa, senza obliterare il "peso" – decisamente inferiore – delle qualificazioni formali (che finiscono per costituire, essenzialmente, solo una indicazione di massima),

¹³ Cfr. Corte di Appello di Milano, Sez. II, sentenza n. 284 del 15.01.2019.

come precisato dalla stessa Corte Europea nella sentenza Engel¹⁴.

Il concetto di “medesimo fatto”, del pari, risente dell’approccio sostanziale adottato dalla Corte¹⁵: nella esegesi del principio del *ne bis in idem* non si guarda al fatto giuridicamente considerato, ma alla sua connotazione fenomenica, con riguardo al soggetto agente e alle sue coordinate spazio-temporali.

Nel nostro ordinamento il divieto di doppia incriminazione si nutre anche del principio di intangibilità del giudicato, che postula la “*impraticabilità di ogni sequenza procedurale iterativa di una cognizione ormai giunta al suo epilogo*”¹⁶. Per la verità, il *bis in idem*, pur collegato alla forza cogente della *res iudicata*, ne travalica i confini, perché comporta implicazioni più complesse, che chiamano in causa la esigenza di certezza del diritto e la necessità di garantire il giusto processo di cui all’art. 111 Cost.: da un lato, la possibilità di ripetere all’infinito procedimenti già conclusi minerebbe il carattere tendenzialmente definitivo delle pronunce giurisdizionali; dall’altro, costringerebbe il cittadino a una inaccettabile e perenne esposizione alla pretesa punitiva statale¹⁷.

Ciò posto, l’art. 649 c.p.p., nel contemplare il divieto di doppia incriminazione, contempla la nozione di “medesimo fatto”, senza tuttavia definirla, e si limita a vietare la instaurazione di un nuovo procedimento di natura penale. Si tratta, a ben vedere, di un approccio che, se di per sé considerato non pone problemi nella limitata prospettiva nazionale, è destinato a generare questioni interpretative e frizioni laddove collocato nella citata ottica sostanzialistica adottata in seno alla Corte EDU, che applica il principio di cui all’art. 4 del Protocollo 7 a tutte le sanzioni che superino una determinata soglia di afflittività, indipendentemente dal *nomen iuris* loro attribuito.

La dimensione transfrontaliera dell’*insider trading*, dunque, e le implicazioni della normativa “multilivello” generata dalla pluralità delle fonti, comportano la rilevanza della questione¹⁸.

Emblematico, sul punto, il caso *Grande Stevens e altri c. Italia*, nell’ambito del quale la Corte EDU ha avuto modo di precisare che l’instaurazione di un procedimento sanzionatorio dinanzi alla Consob, per quanto formalmente amministrativo, sia in realtà, sostanzialmente, di natura penale.

Due le prospettive della Corte: da un lato, è stato valorizzato il fatto che tale autorità amministrativa indipendente tutela interessi a presidio dei quali sono predisposte sanzioni penali; dall’altro, si è posto l’accento sul fatto che le sanzioni amministrative contemplate non possono essere

¹⁴ Cfr. Corte EDU, 8 giugno 1976, nn. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72, 5370/72, Engel e a. c. Paesi Bassi. Si veda, a tal proposito, anche il pt. 94 della sentenza Corte EDU, 4 marzo 2014, n. 18640/10, Grande Stevens e altri c. Italia: «La Corte rammenta la sua consolidata giurisprudenza ai sensi della quale, al fine di stabilire la sussistenza di una «accusa in materia penale», occorre tener presente tre criteri: la qualificazione giuridica della misura in causa nel diritto nazionale, la natura stessa di quest’ultima, e la natura e il grado di severità della «sanzione» (Engel e altri c. Paesi Bassi, 8 giugno 1976, § 82, serie A n. 22).

¹⁵ Cfr. sul punto Corte EDU, 10 febbraio 2009, n. 14939/09, Zolotoukhin c. Russia.

¹⁶ In questi termini RAFARACI, voce *ne bis in idem*, in *Enc. dir.*, III, Giuffré, 2010.

¹⁷ Così MENARDO, *Il ne bis in idem negli abusi di mercato - interferenze tra illecito penale e illecito amministrativo nei reati di market abuse*, in *www.giurisprudenzapenale.com*, 2018, p. 90.

¹⁸ In questi termini, MAZZACUVA – AMATI, *Gli abusi di mercato*, in *Diritto penale dell’economia*, Cedam, 2018, p. 352.

ridotte a mero tentativo di ripristino dello *status quo ante*, atteggiandosi, piuttosto, a vere e proprie sanzioni repressive, sia in considerazione della entità degli importi delle pene pecuniarie, sia alla luce della contemporanea possibilità di applicare anche misure accessorie interdittive, sia poiché l'entità della sanzione è modulata non sulla base del danno effettivamente cagionato, ma in virtù della gravità della condotta posta in essere.

Corollario di tale conclusione è la necessità di applicare, al procedimento *de quo*, il principio del *ne bis in idem*, con sostanziale impossibilità di instaurare un procedimento penale in seguito alla condanna del reo perpetrata da parte della Consob.

La evidente collisione con il *dictum* convenzionale che connota il sistema del doppio binario sanzionatorio viene ulteriormente complicata dalla citata “insufficienza” esegetica dell'art. 649 c.p.p., che contempla l'aggettivo “penale” riferendolo sia al procedimento in sé, sia al provvedimento finale, di fatto impedendone ogni interpretazione estensiva a quelle fattispecie formalmente qualificate come “amministrative”.

La “finitezza” della trasposizione positiva, nel nostro ordinamento, del divieto di doppia incriminazione, diviene ancor più lampante se si considera che, operando l'art. 649 c.p.p. per quei procedimenti non più esposti a mezzi di impugnazione ordinari, esso non risulta applicabile alle ipotesi di litispendenza, in cui entrambi i procedimenti sono stati avviati e nessuno dei due è sfociato in un provvedimento definitivo: in questi casi l'assenza di un giudizio concluso rischia di lasciare il soggetto privo di garanzie, con la parallela esclusione della possibilità di ricorrere alla Corte EDU, non essendovi le condizioni di ricevibilità di cui all'art. 34 CEDU¹⁹.

Neppure la *sufficiently close connection in substance and time*, in questi casi, può rappresentare la soluzione definitiva all'impasse²⁰. La Corte EDU ha infatti affermato che non viola il *ne bis in idem* convenzionale la celebrazione di un processo penale nei confronti di chi sia già stato sanzionato in via definitiva dall'amministrazione tributaria con una sovrattassa (nella specie pari al 30% dell'imposta evasa), purché sussista tra i due procedimenti una “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta”²¹. Questa “sufficiente connessione” unifica i due procedimenti in un'unica risposta integrata dell'ordinamento contro il medesimo fatto illecito, senza duplicazioni sanzionatorie, sicché è ben possibile lo svolgimento parallelo di due procedimenti, purché essi siano connessi dal punto di vista sostanziale e cronologico in maniera stretta e purché esistano meccanismi in grado di garantire risposte sanzionatorie complessivamente proporzionate e prevedibili.

Non è un caso che, molto prima dell'arresto sul caso “Cremonini”, autorevoli autori, nell'analizzare l'attività di vigilanza svolta dalla Consob all'indomani dell'introduzione della MAD, abbiano sottolineato come fosse “ragionevole presumere che le medesime indagini condotte inizialmente dalla Consob

¹⁹ Così efficacemente osservano MAZZACUVA – AMATI, *op. cit.*, p. 362.

²⁰ Cfr. Corte EDU, Grande Camera, 15.11.2016, ric. 24130/11 e 29578/11, A e B c. Norvegia. La Corte EDU ha richiesto il requisito della *sufficiently close connection in substance and time* ai procedimenti sanzionatori in materia penale per il rispetto del divieto di *bis in idem*.

²¹ Autorevole, sul punto, il contributo di F. VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. Pen. Cont.*, 18.11.2016.

siano destinate a costituire la base di due distinti procedimenti: quello penale, conseguente alla trasmissione del rapporto al pubblico ministero ed alle successive eventuali iniziative di competenza di quest'ultimo organo, e quello amministrativo, gestito direttamente dalla medesima Consob²².

Diviene allora decisivo sia evitare qualsivoglia duplicazione nella raccolta e valutazione delle prove (con possibilità di interazione tra le due autorità procedenti e possibilità che l'accertamento dei fatti in un procedimento sia utilizzabile anche nell'altro), sia tenere in considerazione, nel comminare la seconda sanzione, l'entità della prima, in modo da garantire una proporzionalità complessiva della pena.

È evidente, inoltre, come del resto precisato dalla stessa Corte, che il problema del doppio binario è destinato a ridimensionarsi quando il procedimento amministrativo concerna illeciti estranei al "nucleo duro" del diritto penale²³ e, viceversa, ad acuirsi laddove il procedimento amministrativo assuma "cadenze stigmatizzanti simili a quelle del processo penale"²⁴.

2.1.2. LE RISPOSTE DELLA CORTE DI CASSAZIONE AL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO NEL CASO CREMONINI

La Difesa degli imputati ha contestato la violazione del principio del *ne bis idem* proprio alla luce del mancato rispetto della "sufficiente connessione".

Sotto il profilo temporale, secondo i ricorrenti, la valutazione in ordine al rispetto del requisito in parola impone di fare riferimento al momento in cui le sanzioni penali e quelle amministrative diventano esecutive. Nel caso di specie il provvedimento sanzionatorio della Consob era stato emesso nel 2011, mentre la sentenza di primo grado era stata pronunciata nel 2015.

Sotto altro punto di vista la Difesa ha contestato l'utilizzazione, nel processo penale, di prove raccolte nel corso dell'attività ispettiva da parte della Consob, lesiva del principio di oralità e del contraddittorio nella formazione della prova²⁵.

La risposta che gli Ermellini hanno fornito alla prima delle censure mosse è stata la seguente: il criterio della *sufficiently close connection in substance and time* impone di tenere in considerazione non il momento in cui i provvedimenti definitivi diventano esecutivi, bensì quello di inizio dei procedimenti, pur consapevoli che un tale assunto è in contrasto con quanto statuito nella sentenza Jòhannenson²⁶ e superando la frizione con la valorizzazione dell'approccio *case by case* che si impone nei confronti delle decisioni della Corte di Strasburgo.

Se il risvolto cronologico-temporale della questione non pone particolari problemi, decisamente

²² Cfr., RORDOF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del Market Abuse*, in *Le Società*, 2005, p. 817.

²³ L'esistenza di un "nucleo duro" del diritto penale è stata teorizzata in Corte EDU, Grande Camera, 23.11.2006, ric. 73953/01, *Jussila c. Finlandia*.

²⁴ Cfr. VIGANÒ, *op. cit.*, par. 9.

²⁵ Si faceva riferimento, in particolare, alla relazione ispettiva svolta dalla Consob ai sensi dell'art. 187 *octies* T.U.F., incorporante dichiarazioni scritte formalmente riferite a persone giuridiche e invero provenienti da persone fisiche non identificate e non escuse in dibattimento, in manifesta violazione del principio di oralità e del contraddittorio.

²⁶ Cfr. Corte EDU, Sez. I, 18.05.2017, ric. 22007/11, *Jòhannenson e a. c. Islanda*.

più complesso è il tema del contraddittorio sollevata dai ricorrenti. Esso involge, in verità, sia il procedimento amministrativo, imponendo di prevedere al suo interno idonei meccanismi partecipativi, sia quello penale, ove il problema principale è quello di tracciare i confini entro i quali può ammettersi la commistione probatoria tra i due procedimenti.

Il principio del contraddittorio, dotato di copertura costituzionale nell'art. 111, co. 4, della Carta Fondamentale, sancisce il diritto dell'imputato a confrontarsi con gli autori delle dichiarazioni a suo carico. Ciò postula la possibilità, per l'accusato, di confrontarsi anche con chi redige i documenti nei quali le dichiarazioni sono riportate.

L'art. 220 disp. att. c.p.p., dal canto suo, si pone quale norma di raccordo tra l'attività ispettiva e di vigilanza amministrativa e il procedimento penale, disponendo che "quando nel corso di attività ispettive o di vigilanza previste da leggi o decreti emergono indizi di reato, gli atti necessari per assicurare le fonti di prova e raccogliere quant'altro possa servire per l'applicazione della legge penale sono compiuti con l'osservanza delle disposizioni del codice".

Coerentemente la Suprema Corte, senza addentrarsi nel merito della questione - rilevando l'infondatezza del motivo di ricorso per la sua genericità - lungi dal sancire la generale utilizzabilità delle relazioni della Consob nel processo penale, ne traccia la natura documentale e afferma la possibilità di trasposizione, nel compendio probatorio, delle sole dichiarazioni che rilevino come fatto storico (che, cioè, possono provare il fatto che le dichiarazioni sono state rese), con esclusione di quelle che rappresentano un fatto, dovendo, in questo caso, procedersi alla assunzione della prova nel dibattimento, con le garanzie di oralità e nel rispetto del contraddittorio tra le parti²⁷.

Il paradosso è presto svelato: da un lato, la binarietà del sistema sanzionatorio postula la interscambiabilità dei dati, essendo essa un indicatore della garanzia dell'irrogazione di differenti sanzioni da parte di un'unica autorità e nell'ambito di un unico processo; dall'altro, il principio del contraddittorio impedisce la automatica trasposizione, nel processo penale, dei risultati dell'attività ispettiva, così aprendo una crepa nella effettiva possibilità di intravedere, nel c.d. doppio binario, una connessione quantomeno sostanziale.

Risuona, allora, la eco della ferma opposizione al *decisum* della Corte EDU nel caso A e B c. Norvegia del giudice Paulo Pinto de Albuquerque, autorevole portatore dell'unica opinione dissenziente rispetto al giudizio espresso dalla Corte, il quale ha evidenziato come il criterio della "connessione sostanziale e cronologica sufficientemente stretta" tra i due procedimenti sia nebuloso e variabile, basato su meri "indicatori" (e non requisiti) manovrabili dagli interpreti alla luce delle esigenze dogmatiche dei singoli ordinamenti, col conseguente rischio di pronunce opposte sulla responsabilità dell'individuo legate a distinti standard probatori ma basate sui medesimi fatti²⁸.

²⁷ Cfr., sul tema, MAZZA, *Le insidie al primato della prova orale rappresentativa. L'uso dibattimentale di materiale probatorio precostituito*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2011, pag. 1514 e ss.

²⁸ In questo senso, si segnala, per autorevolezza anche l'opinione espressa da VIGANÒ, *op. cit.*, par. 11.

2.2. LA DISCUSSA FIGURA DELL'INSIDER DI SE STESSO

La Difesa ha contestato la punibilità della condotta di colui che compia operazioni sui titoli mobiliari essendo in possesso di un'informazione privilegiata coincidente con il proprio proposito di compiere operazioni future in grado di alterarne il valore, in un momento antecedente alla rivelazione al mercato di tale intenzione. Il riferimento è alla figura dell'*insider* di sé stesso e al requisito dell'alterità soggettiva dell'informazione privilegiata, ossia della provenienza, *ab externo*, della stessa.

Più nel dettaglio, si tratta della condotta di chi, avendo assunto una decisione in merito a un futuro acquisto o vendita di titoli, opera sugli stessi prima che tale decisione venga annunciata o attuata.

La Difesa ha sottolineato che la lettera della legge non consente di intravedere la fattispecie di *insider trading* nelle ipotesi di abuso di informazioni non acquisite da altri, ma generate dall'agente stesso, poiché all'*insider* di sé stesso manca la qualifica soggettiva richiesta dalla norma incriminatrice: egli è detentore dell'informazione non in ragione della posizione ricoperta nell'emittente o del lavoro svolto (c.d. nesso funzionale), ma per averla ideata²⁹.

Si tratta di una impostazione niente affatto peregrina se si considera che autorevoli autori hanno evidenziato come “caratteristica propria” dell'informazione privilegiata sia la sua alterità rispetto al patrimonio conoscitivo dell'agente, sicché non può essere considerata tale quella che non provenga dall'esterno³⁰.

Nell'approcciarsi a tale doglianza la Suprema Corte ha, anzitutto, analizzato il concetto di “informazione”, evidenziandone la componente statica e dinamica: dal primo punto di vista, essa non è altro che un insieme di dati descrittivi della realtà; il suo aspetto dinamico, invece, è dato dall'attività di raccolta e trasmissione.

Ciò posto, la Corte ha osservato che la componente dinamica della nozione di informazione non completa quella statica in un rapporto di necessaria e reciproca integrazione, sicché il patrimonio conoscitivo non presuppone necessariamente una pregressa attività di raccolta e informazione, ossia un trasferimento di dati da un soggetto creatore della notizia ad un soggetto che, ricevendola, diviene “informato”.

L'*iter* argomentativo della Corte, per la verità, non manca di considerare la fisiologica vaghezza e ambiguità di senso delle parole contenute nei singoli enunciati. Ciò impone di fare riferimento, secondo gli Ermellini, oltre che alla interpretazione letterale, al contesto generale della disposizione e alla sua *ratio*, secondo quanto prescritto dall'art. 12 disp. prel. cod. civ.

²⁹ Letteralmente, l'art. 184 T.U.F. stabilisce che soggetto attivo del reato di abuso di informazioni privilegiate è chiunque è “in possesso di informazioni privilegiate *in ragione* della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o ufficio”.

³⁰ Così, MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Le società*, 2016, pag. 196.

Il principio di determinatezza, invero, non è violato dall'inserimento, nelle leggi, di vocaboli polisensivi o clausole generali o concetti elastici (come sembrerebbe essere il termine "informazione"), quando la *ratio legis* e il contesto della disposizione consentono di individuare il corretto significato della norma.

La Corte, poi, ha rilevato come il termine "in ragione" non orienta l'interpretazione verso la necessità di alterità tra creatore e utilizzatore, proprio perché il termine "informazione" è sinonimo di "dato conoscitivo" e non necessita di un trasferimento di dati: escluso, quindi, che l'informazione presupponga un trasferimento di dati, viene meno, di conseguenza, anche l'asserita mancanza del nesso funzionale.

Anche parte della dottrina ha evidenziato come, d'altro canto, la possibilità di ideare una notizia, e quindi di creare un'informazione, deriva proprio dal ruolo che l'agente riveste nella vicenda in cui si trova a operare, così superando l'ostacolo letterale costituito dalla espressione "in ragione di"³¹. Nel caso di specie, non a caso, gli imputati erano in possesso della notizia del lancio dell'OPA in ragione delle loro cariche sociali e, se non avessero ricoperto esattamente quei ruoli, l'oggetto stesso dell'informazione posseduta non sarebbe venuto ad esistenza.

A suggerire tale esegesi sarebbe, del resto, anche il confronto sistematico con altre disposizioni che, nell'ordinamento penale, contemplano l'informazione come elemento costitutivo. Emblematica la fattispecie di cui all'art. 316ter c.p., che contempla il delitto di indebita percezione di erogazioni pubbliche: tale reato si configura anche quando la fonte della notizia sia lo stesso soggetto attivo del reato, intendendosi per informazioni "sia la comunicazione che il dato di conoscenza, ancorchè quest'ultimo sia rappresentativo di una realtà prodotta dal medesimo soggetto obbligato"³². Parallelamente, nell'incolpare la frode nel processo penale e il depistaggio, l'art. 375 c.p. fa riferimento a un dato conoscitivo senza presupporre l'altruità o meno della notizia.

La rilevanza penale dell'*insider* di sé stesso, tuttavia, passa anche per la necessaria "oggettivizzazione" della informazione, a meno di non tradire il brocardo, espresso dal principio di materialità e offensività del reato, secondo il quale "*cogitationis poenam nemo patitur*".

Secondo alcuni autori, lo scarto col principio di materialità della informazione ideata dallo stesso agente e di cui si abusa può essere superato richiedendo che la decisione e il proposito vengano poi oggettivati: assumendo a parametro di riferimento la sfera soggettiva di chi agisce, la realtà circostante, ossia gli eventi sui quali la decisione propria influisce, sono altro da sé³³.

Per altri, se il concetto di "informazione" non presuppone la alterità della fonte, è tuttavia necessario che essa venga comunicata ad altri, così che il suo creatore la renda "altro da sé"³⁴; in questo

³¹ In questo senso, TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, pag. 291.

³² La Corte rinvia a Cass. Pen., sez. II, sentenza n. 47064 del 21.09.2017, Rv. 271242.

³³ Così, TRIPODI, *op. cit.*, p. 282.

³⁴ In questo senso, SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da CERA e PRESTI, Zanichelli, Bologna 2020, pp. 2162 e ss.; nonché TRIPODI, *op. cit.*, p. 328 e ss.

modo la superfluità della componente dinamica della nozione viene “recuperata”, quantomeno, nella condotta tipica, che presuppone, ad ogni modo, il passaggio della notizia dal suo creatore ad altri.

Tenendo in considerazione la *ratio* e la finalità della disciplina, la Corte ha osservato che, nel caso di specie, non viene in rilievo la ideazione di una informazione, bensì una iniziativa (l’OPA), che ne costituisce l’oggetto, nonché l’utilizzo di quel dato conoscitivo in condizioni di asimmetria informativa (cioè di disparità rispetto agli altri operatori del settore). Si tratterebbe, dunque, non di una mera informazione, bensì di un evento *price sensitive* di cui l’*insider*, in ragione delle proprie qualità, fa uso per operare sul mercato in condizioni di disegualianza con gli altri investitori.

La semplice decisione del lancio di un’OPA è altro rispetto al rastrellamento dei titoli sul mercato volto a lucrare sulla plusvalenza data dalla differenza di prezzo: nel caso in oggetto non vi è stata una mera decisione, bensì una condotta materiale che ha inciso sulla parità tra gli investitori.

3. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La pronuncia sul caso “Cremonini”, nonostante l’encomiabile sforzo di armonizzare l’istituto dell’*insider trading* con i principi generali del diritto penale, lascia aperti molti interrogativi e dimostra come il dibattito intorno agli aspetti più problematici della figura in esame sia tutt’altro che sopito.

La regola della “sufficiente connessione” non basta, da sola, a sciogliere il nodo della binarietà dei procedimenti e delle relative sanzioni, sia alla luce del carattere sostanzialmente penale del procedimento amministrativo, sia alla luce della citata effettiva irrealizzabilità della unificazione dei due procedimenti in un’unica risposta statale integrata all’illecito commesso.

La impossibilità di intravedere, nei fatti, un unico procedimento, diviene ancora più problematica alla luce della insufficienza del giudizio di proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato. L’art. 187 *terdecies* T.U.F., infatti, prevede un meccanismo teso a garantire la proporzionalità complessiva della sanzione imponendo alla Consob e all’A.G. di tenere conto, nel comminare le sanzioni di propria spettanza, di quelle che siano già state inflitte, prevedendo anche che quelle pecuniarie vengano limitate, laddove successive ad altre già inflitte, alla “eccedenza”.

La disposizione, tuttavia, è inidonea allo scopo. Come sostenuto in dottrina, “*non si può che evidenziare la probabile inadeguatezza dell’art. 187-terdecies t.u.f., pur riformato, a offrire di per sé una guida sicura al giudice (o alla Consob) nell’opera di individuazione di un trattamento sanzionatorio conforme al canone di proporzione*”³⁵.

Resta il dubbio, infatti, in ordine a che cosa concretamente rientri nella locuzione “sanzioni penali” e, pertanto, su quali siano i fattori di cui l’Autorità procedente per seconda deve “tenere conto” per rispettare il canone della proporzionalità. Pacifico che l’obbligo riguardi le sanzioni detentive (con la oggettiva difficoltà di applicare il principio laddove vi siano sanzioni ontologicamente diverse, detentive e pecuniarie), altra incertezza

³⁵ Così, BARON, in *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, in Arch. Pen., 2019, p. 35.

concerne la sorte delle sanzioni interdittive.

Si è in presenza, di fatto, di un sistema nel quale lo stesso illecito è punito con sanzioni che condividono la medesima natura sostanzialmente penale³⁶.

Viene da chiedersi, allora, se non sia il caso di ricondurre ad unità il sistema repressivo degli abusi di mercato, anche alla luce della nozione sostanziale e allargata di illecito penale di matrice europea, resa necessaria dalla esigenza di dettare regole universalmente trasponibili nei sistemi penali, siano essi di *civil* o *common law*. Come sostenuto da autorevole dottrina, in luogo di un sistema a “doppio binario”, ove il medesimo fatto è assoggettato a due diverse sanzioni, una penale e l'altra (formalmente) amministrativa, sarebbe auspicabile un “sistema unitario”, improntato a una sorta di “gradualismo”, nel quale accanto alle sanzioni più afflittive, previste per condotte gravi, vi siano sanzioni pecuniarie e misure interdittive per comportamenti caratterizzati da minore pericolosità, e ciò a prescindere dall'etichetta “penale” o “amministrativa” di matrice nazionale³⁷.

Altro nodo solo apparentemente risolto riguarda la nozione di “informazione” privilegiata e, di conseguenza, la ammissibilità della figura del c.d. *insider* di sé stesso. Come sottolineato nell'ambito di importanti commenti alla decisione sul caso “Cremonini”, la prospettiva “statica” del concetto di informazione è destinata a rivelare tutti i suoi limiti: la decisione che matura nel foro interno dell'agente, infatti, non può essere paragonata alla “informazione” senza un notevole sforzo interpretativo³⁸.

Lo scopo del legislatore, nel punire la condotta di abuso di informazioni privilegiate, è quello di impedire che chi riveste determinate posizioni nell'ambito di un'emittente o goda di particolari legami personali o professionali, sfrutti i vantaggi informativi di cui dispone, ossia le “rendite di posizione” di tipo informativo laddove le notizie derivino da fonti esterne e non siano il frutto di proprie decisioni interne³⁹.

Tale impostazione, peraltro, rappresenta il giusto bilanciamento tra l'esigenza di tutela degli investitori e della trasparenza del mercato e quella di garanzia di un mercato attivo e fisiologicamente esposto alle sue oscillazioni. Se è vero, in altri termini, che la speculazione è la linfa dei mercati finanziari e che la differenziazione dei patrimoni conoscitivi è una loro caratteristica ineliminabile, ci si dovrebbe astenere dal reprimere strategie di investimento basate su opinioni e determinazioni interne, a meno di non voler dare vita ad un “processo alle intenzioni” in aperto contrasto col principio di materialità, che teorizza un “diritto penale del fatto”.

³⁶ Così, MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Le società*, 2016, p. 193.

³⁷ In questo senso, MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont., Riv. Trim.*, 2015, 4, p. 303, il quale aggiunge “Nella prospettiva di evitare che per il medesimo fatto vengano in concreto congiuntamente irrogate sanzioni afflittivo/intimidative con funzione di prevenzione (generale o speciale) – per ciò rientranti nella “*matière pénale*”, cui accede il vincolo del *ne bis in idem* –, risulterebbe idoneo un sistema che assegni la pena criminale (detentiva ed eventualmente altre così formalmente denominate dai legislatori degli Stati membri) soltanto per alcune condotte e sanzioni amministrative (tipologicamente riconducibili, ad esempio, a quelle pecuniarie, interdittive e di altro genere contemplate dall'art. 30 Reg. 596/2014) per altri comportamenti”.

³⁸ In questo senso, VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto “insider di sé stesso” alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2018, 2018, 6, p. 746, il quale precisa “Esiste una profonda differenza tra il concetto di “informazione” e quello di “decisione” interna, non manifestata a terzi. Perché si abbia informazione è infatti necessario che il patrimonio conoscitivo di un soggetto si arricchisca sulla base di elementi, dati, circostanze, eventi, al limite anche opinioni, ricevuti dall'esterno: trasmessi da un soggetto che comunica tali informazioni, ovvero ottenuti o derivati da una fonte documentale o comunque desunti da un fatto della realtà osservabile”.

³⁹ VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 748.

Ne discende che la spontanea determinazione all'acquisto o alla vendita di titoli non può integrare, di per sé, una "informazione privilegiata", almeno fino a quando quella decisione non viene comunicata a terzi e smette di giacere nella sfera cognitiva del solo soggetto che la ha assunta: solo in quel momento l'intendimento, in quanto oggetto di scambio, può integrare i requisiti dell'informazione privilegiata.

Il fine della disciplina sugli abusi di mercato, infatti, è solo quello di vietare l'utilizzo "parassitario" di notizie ricevute da terzi o di impedire la diffusione di informazioni, così alterando il fisiologico andamento dei titoli.

La decisione in commento, quindi, potrebbe dare adito a ulteriori spunti di riflessione e potrebbe contribuire, in una prospettiva futura, a delineare una figura del c.d. *insider* di sé stesso che sia rispettosa del principio di materialità del diritto penale e della necessaria offensività del fatto, certamente esclusa laddove si sia in presenza di una mera decisione di operare sui titoli nel futuro (non dimostrabile e dai contorni sfuggenti).

Si rischia, altrimenti, di bloccare i mercati: in nessun sistema giuridico sarebbe pensabile, infatti, impedire a un investitore di formarsi una propria opinione circa il possibile andamento di un titolo. È auspicabile, *ex adverso*, che gli analisti studino i dati a propria disposizione per poi operare sulla base dei loro personali giudizi: è e deve essere lecito, in altri termini, "sfruttare" il vantaggio derivante dall'essere a conoscenza di una propria strategia di investimento.

Solo in questo modo è possibile garantire la efficienza del mercato e predisporre una risposta penale adeguata e costituzionalmente orientata agli abusi.

Ai sensi di quanto previsto dal *Regolamento per la classificazione delle riviste nelle aree CUN 8a, 10, 11a, 12, 13 e 14* (approvato con delibera del Consiglio Direttivo n. 306 del 21/12/2023) si segnala che il fascicolo è stato ultimato il 29 giugno 2024.