



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA  
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI  
Dipartimento di Giurisprudenza  
Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

*Tesi di laurea in Diritto Commerciale II: Diritto dei mercati finanziari*

**“INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E SIGNIFICATIVITÀ NELLA  
DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI: IL RUOLO DELLA  
SOSTENIBILITÀ”**

Relatore:

*Chiar.mo Prof. Michele Siri*

Candidato:

*Iunio Giraudò*

Anno Accademico 2022/2023

## SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>IV</b>
<b>CAPITOLO PRIMO .....</b>	<b>1</b>
<b>PRICE-SENSITIVITY E INFORMAZIONI ESG .....</b>	<b>1</b>
<b>§1. Nascita e diffusione di una nozione: la <i>materiality</i> come <i>standard</i> dinamico.....</b>	<b>1</b>
§1.1. Una breve disamina degli obiettivi. La nozione di materialità come uno degli architravi della disciplina giuridica dei mercati e le informazioni ESG come nuova evoluzione finanziaria .....	1
§1.2. La nascita della nozione di <i>materiality</i> negli Stati Uniti d’America.....	6
§1.3. La nozione di materialità al centro di dibattiti di tecnica legislativa: il ruolo degli <i>standard</i> e delle <i>rule</i> .....	9
§1.4. L’influenza del <i>first comer</i> e il suo radicarsi al di qua dell’Oceano: l’ordinamento dell’Unione Europea .....	12
<b>§2. Se le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva teorica .....</b>	<b>19</b>
§2.1. Che cosa si intende per informazioni ESG: l’incertezza come forza o come debolezza? .....	19
§2.2. La <i>Efficient Capital Market Hypothesis</i> : la tradizione a confronto con la novità.....	27
§2.3. Il valore fondamentale: la teoria neoclassica applicata alle informazioni ESG..	32
§2.3.1. Il valore fondamentale e l’impatto delle informazioni ESG sui flussi di cassa futuri .....	32
§2.3.2. Segue. L’impatto delle informazioni ESG sul costo del capitale.....	37
<b>§3. Se le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva empirica .....</b>	<b>40</b>
<b>§3.1. L’attenuazione di un credo: dalla massimizzazione dei profitti al bene pubblico.....</b>	<b>40</b>
§3.1.1. Dalla creazione di <i>shareholder value</i> all’interesse verso lo <i>stakeholder value</i> .....	41
§3.1.2. L’emergere di una nuova classe di investitori: i cd. <i>socially responsible investor</i> .....	47

§3.2. Il concetto di <i>stakeholder value</i> si fa realtà: la crescita inesorabile degli investimenti sostenibili.....	52
§3.3. Conclusioni provvisorie: una (non nuova) prospettiva di un'interpretazione empirica nel diritto del mercato dei capitali.....	56
<b>CAPITOLO SECONDO .....</b>	<b>63</b>
<b>L'INVESTITORE RAGIONEVOLE E LE INFORMAZIONI ESG.....</b>	<b>63</b>
<b>§1. Incertezze ed evoluzioni di una nozione: l'investitore ragionevole come <i>standard</i> costantemente incerto .....</b>	<b>63</b>
§1.1. La prospettiva della finanza neoclassica: l' <i>homo economicus</i> .....	63
§1.2. Le due estreme radicalizzazioni: l'investitore ragionevole come personificazione del mercato o come risultato di un'assoluta soggettivazione in concreto .....	70
§1.3. <i>In medio stat virtus</i> : l'investitore ragionevole come individuo senza qualità.....	76
§1.4. L'apoteosi e la negazione delle competenze richieste: l'investitore ragionevole come investitore professionale e come investitore <i>retail</i> .....	80
§1.5. Lo scricchiolio di ogni certezza: l'investitore ragionevole come investitore del tutto, o quasi, irrazionale .....	85
§1.5.1. La finanza comportamentale e le scorciatoie intellettuali: i procedimenti euristici .....	85
§1.5.2. I limiti del cognitivismo razionale: i pregiudizi degli investitori.....	91
<b>§2. In che modo le informazioni ESG divengono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva teorica nel contesto dell'Unione Europea .....</b>	<b>98</b>
§2.1. Le informazioni ESG per l'investitore ragionevole: una prima panoramica complessiva.....	98
§2.2. L'investitore ragionevole come investitore razionale per il legislatore dell'Unione Europea.....	100
§2.3. Le informazioni ESG alla prova delle proposte definitorie nel contesto dell'Unione Europea.....	104
<b>§3. In che modo le informazioni ESG sono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva giurisprudenziale nel contesto degli Stati Uniti d'America .....</b>	<b>111</b>
§3.1. L'approccio giurisprudenziale statunitense in generale. L'importanza della forma: la cd. <i>puffery doctrine</i> .....	111

§3.2. L'importanza del linguaggio adottato: la cd. <i>bespeaks-caution doctrine</i> .....	119
§3.3. Proposte risolutive ed attuali per approcci ormai anacronistici .....	121
<b>CAPITOLO TERZO</b> .....	<b>129</b>
<b>LA MATERIALITÀ E L'INVESTITORE RAGIONEVOLE: LA <i>MOSAIC THEORY</i> E LO <i>SHADOW INSIDER TRADING</i></b> .....	<b>129</b>
<b>§1. L'ennesimo temperamento nei mercati: la teoria del mosaico</b> .....	<b>129</b>
§1.1. Una breve introduzione: l'importanza delle discipline particolari per comprendere, in generale, la nozione di materialità .....	129
§1.2. La teoria del mosaico: una tecnica necessaria, tra fisiologia e patologia di mercati complessi e in evoluzione .....	131
§1.3. La teoria del mosaico nell'ordinamento statunitense: nascita, evoluzione e apparente declino.....	137
§1.4. La teoria del mosaico nell'ordinamento dell'Unione Europea: una disciplina dal carattere incompleto e incerto .....	145
§1.4.1. La necessità della teoria del mosaico e la debolezza normativa del considerando n. 28 MAR.....	145
§1.4.2. Il carattere pubblico dell'informazione come differenza discriminante tra ordinamento europeo e statunitense nella teoria del mosaico: un breve <i>excursus</i> .	152
<b>§2. Lo <i>shadow trading</i> come metodo di elusione del divieto di <i>insider trading</i>. Un'espansione dei confini tra teoria e applicazione</b> .....	<b>157</b>
§2.1. Lo <i>shadow trading</i> : una conseguenza dell'interdipendenza delle società nei mercati finanziari.....	157
§2.2. La liceità dello <i>shadow trading</i> : il dibattito teorico.....	166
§2.3. Il primo procedimento statunitense per <i>shadow trading</i> : <i>SEC v. Panuwat</i> .....	173
§2.4. L'accertamento della materialità nel caso <i>SEC v. Panuwat</i> : le apparenti certezze e i profondi dubbi intorno ad una nuova condotta .....	177
§2.5. Le ulteriori valutazioni nel rigetto della <i>motion to dismiss</i> nel caso <i>SEC v. Panuwat</i> : la violazione del dovere fiduciario e l'elemento soggettivo. Una ricapitolazione delle conclusioni.....	187
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>200</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>204</b>

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone come obiettivo lo studio della nozione di materialità nella disciplina dei mercati finanziari.

Il suo carattere, per così dire, tradizionale – essendo stata introdotta addirittura nel 1976 dalla giurisprudenza statunitense – non rende tuttavia vane nuove ricerche e indagini. Alcuni concetti divengono, infatti, col passare del tempo veri e propri architravi dell'architettura giuridica predisposta; la loro importanza, per di più, giunge a influenzare anche ordinamenti giuridici differenti rispetto a quello di origine, causando intensi dibattiti insuscettibili di esaurirsi nel contesto di una sola nazione. Tale è il caso della materialità.

Se è vero che il compito del diritto è la regolamentazione della realtà, ne consegue che all'evolversi della seconda deve modificarsi o diversamente intendersi il primo. Innovazioni ed evoluzioni debbono così affrontare proprio quelle centrali nozioni del quadro giuridico di un certo settore. In questo modo, tradizionali concetti diventano elementi necessari per comprendere a fondo la disciplina di nuovi fenomeni. Tale è il caso della sostenibilità e delle informazioni ESG.

Nel raffrontare, pertanto, tradizione e novità nei mercati finanziari si è inteso analizzare la nozione di materialità con riferimento alle informazioni ESG.

Se la materialità consta di un elemento oggettivo – l'influenza sui prezzi – e di uno soggettivo – l'investitore ragionevole –, è necessario pertanto studiare le informazioni ESG dalla prospettiva di entrambi le componenti della materialità.

Nel corso del primo capitolo, l'obiettivo è pertanto comprendere se le informazioni ESG possono influire sui prezzi. L'analisi ha, così, ad oggetto la teoria del valore fondamentale, scisso nelle sue due componenti fondamentali: i flussi di cassa futuri e il costo del capitale. Lo scopo è capire se le informazioni ESG impattino sull'uno o sull'altro componente.

Il secondo capitolo si concentra sul lato soggettivo della nozione di materialità: la tormentatissima clausola dell'investitore ragionevole. Le possibili interpretazioni sono numerose e spesso antitetiche fra loro. In questa fase sarà necessario il connubio di saperi differenti: teoria dell'interpretazione, regolamentazione giuridica, reali dinamiche dei mercati, modelli economici e studi psicologici.

Lo scopo è, qui, comprendere se, a seconda dell'interpretazione attribuita all'investitore ragionevole, muti la rilevanza delle informazioni ESG. Particolare attenzione sarà posta alle

proposte di modifica dell'investitore ragionevole nell'Unione Europea e all'applicazione giurisprudenziale della nozione negli Stati Uniti d'America.

Il terzo capitolo ha una natura spiccatamente trasversale. L'analisi nel corso del lavoro si sposta verso due particolari costruzioni giuridiche della nozione di materialità: la teoria del mosaico e lo *shadow trading*.

Da una parte, dimostrata la materialità delle informazioni ESG, è naturale che anche aspetti peculiari della stessa acquisiscono rilevanza per i dati conoscitivi sulla sostenibilità.

Dall'altra, sia la teoria del mosaico che lo *shadow trading* consentono delle riflessioni su come la nozione di materialità venga *ora* concepita: è in particolare lo *standard* dell'investitore ragionevole a subirne le maggiori conseguenze a livello interpretativo. Tale analisi, di conseguenza, persegue ulteriormente il ruolo di chiarare in modo ancora più approfondito l'aspetto soggettivo della materialità.

In conclusione, si auspica col presente elaborato di aver mantenuto una metodologia forte di costanti binomi: influenza sui prezzi e investitore ragionevole; tradizione e innovazione; teoria e applicazione pratica; ordinamento statunitense ed europeo; divulgazione al mercato e divieto di *insider trading*; disciplina giuridica e altri settori del sapere.



# CAPITOLO PRIMO

## ***PRICE-SENSITIVITY E INFORMAZIONI ESG***

SOMMARIO: §1. Nascita e diffusione di una nozione: la materialità come *standard* dinamico. §1.1. Una breve disamina degli obiettivi. La nozione di materialità come uno degli architravi della disciplina giuridica dei mercati e le informazioni ESG come nuova evoluzione finanziaria. §1.2. La nascita della nozione di materialità negli Stati Uniti d’America. §1.3. La nozione di materialità al centro di dibattiti di tecnica legislativa: il ruolo degli *standard* e delle *rule*. § 1.4 L’influenza del *first comer* e il suo radicarsi al di qua dell’Oceano: l’ordinamento dell’Unione Europea. §2. Se le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva teorica. §2.1. Che cosa si intende per informazione ESG: l’incertezza come forza o come debolezza? §2.2. La *Efficient Capital Market Hypothesis*: la tradizione a confronto con la novità. §2.3. Il valore fondamentale: la teoria neoclassica applicata alle informazioni ESG. §2.3.1. Il valore fondamentale e l’impatto delle informazioni ESG sui flussi di cassa futuri. §2.3.2. Segue. L’impatto delle informazioni ESG sul costo del capitale. §3. *Se* le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva empirica. §3.1. L’attenuazione di un credo: dalla massimizzazione dei profitti al bene pubblico. §3.1.1. Dalla creazione di *shareholder value* all’interesse verso lo *stakeholder value*. §3.1.2. L’emergere di una nuova classe di investitori: i *socially responsible investor*. §3.2. Il concetto di *stakeholder value* si fa realtà: la crescita inesorabile degli investimenti sostenibili. §3.3. Conclusioni provvisorie: una (non nuova) prospettiva di un’interpretazione empirica nel diritto del mercato dei capitali.

### **§1. Nascita e diffusione di una nozione: la *materiality* come *standard* dinamico**

§1.1. *Una breve disamina degli obiettivi. La nozione di materialità come uno degli architravi della disciplina giuridica dei mercati e le informazioni ESG come nuova evoluzione finanziaria*

La nozione di materialità è una di quelle capace di assicurarsi un ruolo di vero e proprio architrave nella disciplina giuridica dei mercati finanziari<sup>1</sup>.

Essa si presenta alla stregua di Giano Bifronte: identifica un’informazione che, da una parte, è suscettibile di essere presa in considerazione da un investitore ragionevole (cd. *reasonable investor*) come base di una propria decisione di investimento nonché, dall’altra, è in grado

---

<sup>1</sup> I. BAUM – D. SOLOMON, *Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis*, in *Bocconi Legal Papers*, 2020, 14, 13, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4058337>, p. 1: “the concept of materiality is a universal tenet of securities regulation”.

di influenzare i prezzi degli strumenti finanziari di un emittente (cd. *price-sensitive*)<sup>2</sup>. I due distinti requisiti, l'uno soggettivo e l'altro oggettivo, debbono sussistere cumulativamente. Dalla sua introduzione, la nozione di materialità diviene elemento giuridico centrale per due discipline distinte: l'obbligo di divulgazione (cd. *disclosure*) delle informazioni al mercato e il divieto di abuso di informazioni privilegiate (cd. divieto di *insider trading*). Da una parte, si ritiene che soltanto le informazioni materiali permettano un equo contemperamento tra i costi, a carico degli emittenti, necessari alla diffusione dei dati conoscitivi<sup>3</sup>; dall'altra, l'obiettivo è sanzionare quei soggetti che, profittando di una superiorità informativa, investono sulla base di un'informazione la quale, in quanto materiale, è probabile che permetterà loro un ingiusto profitto finanziario<sup>4</sup>.

La nozione nasce in un contesto tipicamente di *common law*, essendo creata dal formante giurisprudenziale statunitense; tale costruzione giuridica influenzerà nei decenni successivi numerosi ordinamenti appartenenti, invece, alla famiglia giuridica di *civil law*<sup>5</sup>.

Quando il legislatore comunitario – ovvero, ora, dell'Unione Europea – ha sentito l'esigenza di introdurre un'efficace regolamentazione dei mercati finanziari, esso ha guardato alla disciplina statunitense, alla ricerca così di un modello di riferimento che fosse ormai ampiamente consolidato e sufficientemente strutturato. La scelta tra *standard* e *rule* in ordine alla nozione di materialità è uno dei principali esempi di emulazione<sup>6</sup>.

La disciplina sugli abusi di mercato (cd. MAR) attualmente in vigore prevede, come uno dei caratteri di informazione privilegiata *ex art. 7* paragrafo 4, quello di un probabile effetto

---

<sup>2</sup> La duplicità della nozione di materialità è illustrata e attentamente analizzata da R.A. BOOTH, *The Two Faces of Materiality*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, Vol. 38, pp. 518 ss. Come verrà ampiamente detto nel prosieguo del presente lavoro (v. *infra*, Capitolo Primo, §1.2), questi due elementi non sono in contraddizione tra loro: *ibidem*, p. 519: “although these two definitions of materiality seem to be completely at odds with each other, they can in fact be reconciled”.

<sup>3</sup> Nel prosieguo del presente lavoro, i fini della disciplina di divulgazione di informazioni al mercato verranno attentamente presi in considerazione, anche per fondare plurime interpretazioni della normativa attualmente in vigore mediante argomentazioni di tipo teleologico. Intanto, per una disamina complessiva di tali obiettivi, cfr. L. ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, 2004, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=536682>. Fin da subito, si ricordi la celeberrima dichiarazione di Louis Brandeis, giudice della Corte Suprema statunitense: “la luce del sole è il miglior disinfettante; la luce elettrica è il poliziotto più efficiente”; l'affermazione e la relativa traduzione è ricordata da A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, Terza edizione, p. 67.

<sup>4</sup> Come per la disciplina di divulgazione, anche gli scopi del divieto di *insider trading* verranno ampiamente illustrati. Intanto, per una panoramica generale degli stessi, cfr. G.W. DENT, *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*, in *Delaware Journal of Corporation Law*, 2013, Vol. 38, pp. 247-73; per alcune delle prime riflessioni nel contesto italiano, cfr. R. ALESSI, “Market egalitarianism” e “insider trading”, in *Rivista delle Società*, 1980, fasc. 4-5, pp. 942-57.

<sup>5</sup> Sulle origini della nozione di *materiality*, v. *infra*, Capitolo Primo, §1.2. Sulle origini della figura dell'investitore ragionevole, v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.1.

<sup>6</sup> Sul dibattito intorno a *standard* e *rule*, v. *infra*, Capitolo Primo, §1.3.

significativo sui prezzi degli strumenti finanziari sulla base della valutazione di un investitore ragionevole (cd. significatività).

L'influenza della nozione statunitense – per entrambi i suoi aspetti, sia oggettivo che soggettivo – è completa<sup>7</sup>. Questa è la ragione per cui, al fine di comprendere appieno la nozione di significatività europea sorge la necessità di ripercorrere la nascita, l'evoluzione e l'interpretazione del concetto di *materiality* nel contesto statunitense<sup>8</sup>.

Fino a qui la situazione giuridica, per così dire, tradizionale.

Una delle più importanti e pervasive evoluzioni oggi in atto nei mercati finanziari concerne, da una parte, il crescente ruolo della finanza sostenibile dalla prospettiva della regolamentazione<sup>9</sup> e, dall'altra, un sempre più marcato interesse da parte degli investitori verso investimenti sostenibili<sup>10</sup>. Per poter prendere tali decisioni di investimento, è naturale che gli operatori di mercato debbano guardare alle informazioni sulla sostenibilità, all'unanimità ormai etichettate come “informazioni ESG”<sup>11</sup>.

In parte, a livello internazionale da anni le autorità si sono mosse per garantire che gli emittenti svolgano le proprie attività assicurando un impatto positivo su tali tematiche<sup>12</sup>. In parte, invece, il ruolo della regolamentazione della sostenibilità rimane agganciato a concetti tradizionali. La nozione di materialità ne è un esempio.

Sorge pertanto la necessità di comprendere se e in che modo le informazioni ESG possano acquisire il carattere di materialità o, adottando la terminologia europea, di significatività.

A tale fine, risulta imprescindibile, dopo una piena comprensione della materialità, scindere la nozione medesima e studiarne ogni singolo componente con riferimento specifico alle informazioni ESG.

Da una parte, la questione è se l'informazione sulla sostenibilità sia idonea ad influenzare i prezzi degli strumenti finanziari. Di primaria importanza è, di conseguenza, lo studio di

---

<sup>7</sup> Sull'influenza dell'ordinamento statunitense sulla normativa europea in ordine alla nozione di materialità, v. *infra*, Capitolo Primo, §1.4.

<sup>8</sup> La nascita della nozione di *materiality* nella giurisprudenza statunitense, nonché la sua evoluzione all'interno di questo ordinamento, verrà illustrata *infra*, Capitolo Primo, §1.2.

<sup>9</sup> Il ruolo della sostenibilità verrà ovviamente approfondito nel corso del presente lavoro (v. *infra*, in particolare Capitolo Primo, §3.1 ss.). Fin d'ora, sia utile un riferimento per un inquadramento generale del valore della finanza sostenibile: cfr. F. CONTE, *La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi*, in *federalismi.it*, 2022, fasc. 33, pp. 1-26.

<sup>10</sup> Sull'evoluzione della classe degli investitori sostenibili (cd. *socially responsible investor*), v. *infra*, Capitolo Primo, §3.1.2.

<sup>11</sup> Sulla questione di che cosa si intenda per informazione ESG, v. *infra*, Capitolo Primo, §2.1.

<sup>12</sup> La regolamentazione è rilevante in particolare con riferimento alla definizione di informazione ESG: v. *infra*, Capitolo Primo, §2.1.

tradizionali concetti economici, tra cui quello di valore fondamentale degli emittenti. Presentandosi esso come una combinazione del flusso di cassa futuri e del rischio di rendimento dell'investimento, è necessario comprendere se l'informazione ESG possa incidere o sull'uno o sull'altro componente<sup>13</sup>.

Dall'altra, la domanda da porsi è quanto un investitore ragionevole possa davvero considerare, come base di una propria decisione di investimento, l'informazione sulla sostenibilità. Data l'estrema indeterminatezza di tale clausola<sup>14</sup>, lo scopo è duplice: in primo luogo comprendere se i risultati mutino se a modificarsi è la concezione che si dà a tale figura soggettiva<sup>15</sup>; in secondo luogo, capire se specifiche interpretazioni dell'investitore ragionevole, recentemente avallate da proposte di modifica del MAR nell'ambito dell'Unione Europea, permettano *comunque* di includere anche le informazioni ESG<sup>16</sup>.

La piena comprensione di una nozione non può prescindere da una sua analisi non soltanto secondo una prospettiva generale, ma anche adottando una visuale particolare. Per tale ragione, pare di estremo interesse e di grande utilità esaminare la teoria del mosaico<sup>17</sup> e lo *shadow trading*<sup>18</sup>. Nel primo caso, si intende la capacità di alcuni investitori di assemblare complessi mosaici di distinte informazioni *ex se* non materiali ma che, combinate insieme, permettono di raggiungere una conclusione finalmente materiale. Nel secondo caso, si fa riferimento alla strategia di chi, appresa un'informazione materiale non ancora divulgata, investe su emittenti differenti rispetto a quello fonte dell'informazione medesima. Si tratta di due fattispecie ben determinate che consentono, tuttavia, ampie riflessioni sul tema della materialità nonché sulle recenti evoluzioni del significato dell'investitore ragionevole.

Comprendere se le informazioni ESG possano acquisire il carattere di significatività è questione che, ormai, non può più essere trascurata.

Sempre più evidente è l'estrema rilevanza della sostenibilità nella regolamentazione odierna in tutto quanto il globo, e non esclusivamente nella disciplina dei mercati finanziari<sup>19</sup>. Alla

---

<sup>13</sup> La rilevanza delle informazioni ESG dalla prospettiva oggettiva della materialità – *i. e.* l'influenza sui prezzi – verrà analizzata *infra*, in particolare Capitolo Primo, §2.2. ss.

<sup>14</sup> Sulle plurime possibili interpretazioni della clausola dell'investitore ragionevole, v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.1 ss.

<sup>15</sup> Queste riflessioni verranno in particolare studiate *infra*, Capitolo Secondo, §2.1.

<sup>16</sup> La razionalizzazione dell'investitore ragionevole nel contesto europeo e la correlazione di esso con le informazioni ESG sarà oggetto di studio *infra*, Capitolo Secondo, §2.2 e §2.3.

<sup>17</sup> Sulla teoria del mosaico, v. *infra*, Capitolo Terzo, §1.2 ss.

<sup>18</sup> Sulla condotta di *shadow trading* e sulla sua qualificazione, v. *infra*, Capitolo Terzo, §2.1 ss.

<sup>19</sup> L'importanza della sostenibilità è dimostrata anche dal suo carattere profondamente trasversale ad ogni settore del diritto. Impossibile, ovviamente, stilare un elenco sufficientemente esaustivo. A titolo esemplificativo, e con riferimento specifico all'ordinamento giuridico italiano, si pensi: alla regolamentazione

luce di questi nuovi sviluppi, è di estremo rilievo comprendere quanto la normativa come attualmente in vigore sia in grado *già ora* di ricomprendere nel proprio campo di applicazione le informazioni ESG.

In caso di risposta affermativa, sarebbe così possibile ricondurre alle nuove situazioni quegli effetti giuridici specifici previsti dalle discipline che poggino sulla nozione di materialità. Sarebbe sufficiente, in altre parole, operare per via meramente ermeneutica.

In caso di risposta negativa, al contrario, si dovrebbe riflettere seriamente sull'opportunità che le autorità legislative, in particolare dell'Unione Europea, intervengano *ad hoc* per fugare ogni dubbio e, soprattutto, per allinearsi alle sempre più crescenti aspettative della società civile e dei mercati finanziari.

Si tratta, queste, di questioni che, da un lato, sono sorte da poco tempo, ma che ormai hanno raggiunto un livello di importanza non più trascurabile; dall'altro, non sembra abbiano ancora ricevuto risposte del tutto soddisfacenti, in particolare nel contesto europeo.

Sembra utile un'ultima indicazione di stampo prettamente metodologico.

Come già detto, la nozione di materialità strettamente intesa nasce nel contesto statunitense. Letteralmente, l'espressione è "*materiality*". L'ordinamento dell'Unione Europea, influenzato dal concetto, ha adottato il termine "significatività". Pur nella piena consapevolezza di questa differenza terminologica, nel corso del presente lavoro i due vocaboli verranno utilizzati in modo del tutto interscambiabile: anche con riferimento all'ordinamento europeo, pertanto, si adotterà frequentemente la traduzione ricalcata sull'espressione anglosassone. La ragione principale è la seguente.

---

bancaria: cfr. R. LENER – P. LUCANTONI, *Sostenibilità "ESG" e attività bancaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2023, fasc. 1, pp. 6-21; al diritto costituzionale: cfr. P. LOMBARDI, *Ambiente e generazioni future: la dimensione temporale della solidarietà*, in *Federalismi.it*, 2023, fasc. 1, pp. 86-103; al diritto penale: cfr. P. FIMIANI, *Il diritto penale di fronte alla sostenibilità e ai principi ambientali*, in *Lexambiente*, 2023, fasc. 1, pp. 18-51; al diritto della tecnologia: cfr. N. ABRIANI, *Intelligenza artificiale e fattori ESG*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, fasc. 8-9, pp. 2018-25; al diritto del lavoro: cfr. V. FERRANTE, *Diritti dei lavoratori e sviluppo sostenibile*, in *Jus*, 2022, fasc. 3, pp. 349-69; al diritto dell'energia: cfr. G.D. COMPORTE, *Energia, ambiente e sviluppo sostenibile*, in *Rivista giuridica dell'ambiente*, 2022, fasc. 3, pp. 643-740; diritto dell'Unione Europea: cfr. F. MASINI, *L'Unione Europea e le sfide della sostenibilità*, in *Rivista dei Diritti Comparati*, 2022, fasc. 2, pp. 365-94; al diritto amministrativo: cfr. G. FRANCHINA, *Contratti pubblici e criteri ambientali minimi*, in *ambientediritto.it*, 2022, fasc. 2, pp. 314-33; al diritto civile: cfr. G. PONZANELLI, *Responsabilità civile, pandemia e sostenibilità*, in *Contratto e impresa*, 2022, fasc. 1, pp. 7-14; al diritto della navigazione: cfr. V. DI STEFANO – F. GASPARI, *La pianificazione portuale in un'ottica di sostenibilità ambientale*, in *Diritto e Politica dei Trasporti*, 2022, fasc. 1, pp. 38-71; al diritto sportivo: cfr. S. BASTIANON, *The economics of European football: from financial fair play to financial sustainability*, in *Rivista di Diritto ed Economia dello Sport*, 2022, pp. 53-70; al diritto concorrenziale: cfr. S. THOBANI, *Pratiche commerciali scorrette e sostenibilità: alla ricerca di un significato*, in *Persona e Mercato*, 2022, fasc. 3, pp. 423-39. E così via.

Il presente lavoro intende analizzare un fenomeno relativamente recente – *i. e.* la diffusione delle informazioni ESG – alla luce di un concetto ormai risalente nel tempo – *i. e.* la significatività. Adottando una tale prospettiva, l'utilizzo dell'espressione "materialità" intende, da una parte, evidenziare il carattere tradizionale della nozione e, dall'altra, in parte giustificare l'attenzione posta spesso, nel presente elaborato, all'ordinamento statunitense. Un'analisi più approfondita della costruzione giuridica nell'ordinamento di origine permette di comprendere appieno il suo significato anche nei sistemi normativi che ne hanno subito in qualche modo l'influenza.

### §1.2. *La nascita della nozione di materiality negli Stati Uniti d'America*

È ormai da anni evidente che la nozione di *materiality* abbia assunto un ruolo del tutto centrale nella disciplina giuridica dei mercati finanziari. Un concetto tanto fondamentale diviene, inevitabilmente, terreno di scontro fra visioni ed interpretazioni del tutto differenti, a volte anche antitetiche, destinate così ad accavallarsi e contrapporsi sin dall'originaria formulazione del concetto di materialità.

La nozione viene introdotta per la prima volta negli Stati Uniti nel *seminal case* *TSC Industries, Inc. v. Northway* del 1976<sup>20</sup>, caso nel quale era sorta l'esigenza di interpretare la materialità di una certa informazione ai fini della sollecitazione di deleghe di voto<sup>21</sup>. La pronuncia statuisce che per qualificare un'informazione omessa quale *material* sia necessaria una "substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote<sup>22</sup>". Ancora: "there must be substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available"<sup>23</sup>.

Questa impostazione viene talvolta definita quale "Northway/Basic standard"<sup>24</sup>, essendo infatti stata poi confermata nella successiva pronuncia, sempre della Corte Suprema, *Basic*

---

<sup>20</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

<sup>21</sup> La pretesa degli investitori aveva come fondamento giuridico la Rule 14a-9, adottata *ex* §14(a) del Securities Exchange Act (SEA) del 1934, *rule* che impone livelli minimi di trasparenza nelle *cd. proxy solicitation*. Vieta, infatti, qualsiasi sollecitazione "which [...] is false or misleading with respect to any *material* fact, or which omits to state any *material* fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading" (corsivo aggiunto).

<sup>22</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, cit. alla nota 20, 443.

<sup>23</sup> *Ibidem*, 449.

<sup>24</sup> Cfr. M.V. SACHS, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, in *Tulane Law Review*, 2006, Vol. 81, No. 2, pp. 473-508.

*Inc. v. Levinson* del 1988<sup>25</sup>, qui in riferimento proprio a quelle informazioni che un investitore – ragionevole – prenderebbe in considerazione nella decisione di acquistare o vendere strumenti finanziari<sup>26</sup>.

Tre sono considerati gli effetti principali di questa costruzione giurisprudenziale: essa impone un accertamento di tipo obiettivo, consente di presumere un certo tipo di conoscenza dei principi base del funzionamento dei mercati e, infine, prescrive una valutazione del contesto generale in cui si inserisce la specifica fattispecie<sup>27</sup>. Ciascuno di questi elementi viene interpretato quale inevitabile conseguenza di distinti fattori a monte, in grado di influenzare profondamente la regolazione dei mercati. Il primo viene fatto risalire ad un obiettivo di facilitazione dell'*onus probandi* nell'ambito delle *class actions*; il secondo ad un clima omogeneo di diffidenza nei confronti di azioni private che possano rivelarsi meramente vessatorie; il terzo, infine, ad una forte influenza delle teorie economiche dell'epoca che prediligevano la *market efficiency* quale obiettivo principe<sup>28</sup>.

La nozione di materialità appare fin da subito intrinsecamente duplice ed ambigua. Se, da un lato, insiste nel porre come chiave di volta la figura del *reasonable investor*, dall'altra prescrive una valutazione di quanto l'informazione sia idonea ad influenzare i prezzi degli strumenti finanziari. Un'informazione è *material*, in altre parole, se consente uno spostamento dei prezzi degli strumenti emessi dalla società interessata<sup>29</sup>.

I due volti da Giano Bifronte non devono tuttavia considerarsi contraddittori, ma perfettamente conciliabili ed interdipendenti. Un'informazione non appare di interesse per l'investitore ragionevole se non può influire sui prezzi e se l'informazione influisce sui prezzi è perché sufficienti investitori ragionevoli hanno deciso di considerarla nel proprio patrimonio conoscitivo. Quello che parrebbe essere il paradosso del gatto di Schrodinger<sup>30</sup> assume i connotati di una costruzione giuridica pienamente coerente in se stessa.

Dalla pronuncia *TSC Ind.*, la nozione di *materiality* ha assunto il ruolo di una vera e propria

---

<sup>25</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 426 U.S. 224 (1998).

<sup>26</sup> Il motivo in diritto si basava sulla Rule 10b-5, promulgata dalla Securities and Exchange Commission (SEC) ex §10(B) del SEA. In particolare, la lettera b) statuisce che, "in connection with the purchase or sale of any securities", "it shall be unlawful for any person [...] to make untrue statement of a *material* fact or to omit to state a *material* fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading" (corsivo aggiunto).

<sup>27</sup> Queste caratteristiche essenziali della *materiality* sono individuate in M.V. SACHS, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, cit. alla nota 24, pp. 487-88.

<sup>28</sup> *Ibidem*, pp. 488 ss.

<sup>29</sup> L'ambiguità è ben illustrata in R.A. BOOTH, *The Two Faces of Materiality*, cit. alla nota 2, pp. 518 ss.

<sup>30</sup> *Ibidem*, p. 519.

pietra angolare del diritto dei mercati finanziari statunitense. Si tratta, infatti, di un elemento giuridico del tutto discriminante tra quanto sia illecito e quanto invece venga qualificato come lecito rispetto, in particolare, alla disciplina di divulgazione delle informazioni – appunto, materiali - e di *insider trading*.

In mancanza di una normativa che stabilisca un divieto specifico di abuso di informazioni privilegiate, la SEC ha sostenuto la cd. “disclose or abstain rule”<sup>31</sup>, regola che imporrebbe una scelta netta da parte dell’*insider* di un emittente: divulgare l’informazione *material* o astenersi dall’operare sui mercati sulla base di essa.

La Corte Suprema, nel caso *Chiarella v. United States* del 1981<sup>32</sup>, rigettando un approccio basato su un’eggesi ampia della parità di accesso delle informazioni materiali, postula la necessaria sussistenza della violazione di un dovere fiduciario (“breach of fiduciary duty”) che legherebbe l’*insider* agli azionisti dell’emittente<sup>33</sup>. L’interpretazione della normativa come fondamento giuridico del divieto di *insider trading* si à ancora quindi, ancora una volta, al concetto di materialità. Non a caso, infatti, la dottrina statunitense fa di frequente riferimento alla sigla MNPI per indicare l’oggetto della condotta illecita, riferendosi, per esteso, alle “material non-public information”<sup>34</sup>.

Anche travalicando i limitati confini della *classical theory* – che richiede la violazione di un dovere fiduciario – la centralità della materialità non viene meno nemmeno rispetto all’espansione del campo di applicazione della normativa anti-*insider trading* operata nel corso degli anni dalla giurisprudenza statunitense<sup>35</sup>.

La *misappropriation theory* – la cui pronuncia simbolo della Corte Suprema è *United States v. O’ Hagan*<sup>36</sup> – individua l’illiceità della condotta non (solo) nella violazione dei doveri intercorrenti tra gli *insider* e gli azionisti dell’emittente, ma (anche) di quelli sussistenti con

---

<sup>31</sup> *In the Matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907, 911 (1961).

<sup>32</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>33</sup> Come appena accennato nel testo, la mancanza di una normativa specifica ha incentivato la creatività. La condotta di *insider trading* viene quindi fatta rientrare nel campo di applicazione della Section 10(b) del SEA e della Rule 10b-5 adottata dalla SEC. La prima vieta l’utilizzo “in connection with the purchase or sale of any security [...] [di] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe”. La seconda qualifica quale illecito la condotta di “employ any device, scheme, or artifice to defraud” o di “engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”.

<sup>34</sup> Per esempio, A. VERSTEIN, *Mixed Motives Insider Trading*, in *Iowa Law Review*, 2021, Vol. 106, No. 3, p. 54.

<sup>35</sup> Per l’evoluzione nell’applicazione giurisprudenziale della normativa anti-*insider trading*, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *The Iconic Insider Trading Cases*, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1097744>.

<sup>36</sup> *United States v. O’ Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

riferimento alla fonte dell'informazione ottenuta. Il risultato, come intuibile, è stato uno straordinario ampliamento dei confini applicativi della normativa.

Infine, nel 1983 con la pronuncia *Dirk v. SEC*<sup>37</sup> la Corte Suprema conferma la responsabilità di chi, pur non ricoprendo determinate posizioni interne alla società, comunque opera sul mercato sulla base di informazioni materiali la cui fonte è da rinvenirsi direttamente in un *insider*. Allontanandosi dalla *ratio* originale della pronuncia *Chiarella v. United States*, la Corte Suprema comprende i rischi di un eventuale *overdeterrence* nell'applicazione del divieto: individua allora alcuni requisiti specifici in un'ottica di circoscrizione di quanto debba qualificarsi come illecito. Il *tipper* – l'*insider* che comunica l'informazione – deve, in particolare, ricevere un “direct or indirect personal benefit from che disclosure”<sup>38</sup>.

L'evoluzione giurisprudenziale e amministrativa – a fronte di un immobilismo legislativo – comunque non muta il panorama attuale per quanto qui d'interesse. Sia con riferimento alla disciplina di *disclosure* sia a quella anti-*insider trading* – pur, in quest'ultimo caso, a fronte di un aumento delle fattispecie ritenute illecite – la nozione di *materiality* conserva la sua posizione assolutamente centrale.

### §1.3. La nozione di materialità al centro di dibattiti di tecnica legislativa: il ruolo degli standard e delle rule

In una prospettiva più generale, la nozione di materialità si inserisce in un eterno dibattito di tecnica legislativa, consistente, cioè, nel comprendere se a regolare un settore della vita siano maggiormente efficaci norme che assumono le vesti di *standard* o, al contrario, di *rule*<sup>39</sup>. Se per disciplinare un determinato fenomeno, quale quello finanziario, è necessaria *in primis* una profonda conoscenza di esso, risulta altrettanto indispensabile una successiva spiccata capacità di trascrizione dei comandi in un linguaggio chiaro, preciso che consenta al principio di certezza del diritto di non rimanere nella teoria astratta ma di trasmigrare *in*

---

<sup>37</sup> *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

<sup>38</sup> *Ibidem*, 663. La Corte Suprema introduce questo requisito nell'intento di raggiungere una qualche forma di obiettività. Per esempio, afferma ancora (punto 664): “there may be a relationship between the insider and the recipient that suggests a *quid pro quo* from the latter”. Non stupirà che proprio il test del *personal benefit* è stato l'elemento causa dei principali problemi applicativi nel corso degli anni, non ancora del tutto risolti; cfr. M. KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, Vol. 18, No. 1, pp. 122 ss.

<sup>39</sup> A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit. alla nota 3, pp. 49 ss. L'autore (p. 51) ricorda anche come le *rule*, che rispondono ad un generale bisogno di limitare l'incertezza derivante dagli *standard*, possano tuttavia peccare di *under-inclusion* – non vietando quanto indesiderabile – o di *over-inclusion* – vietando quanto desiderabile.

*rerum natura.*

Quest'ultimo passaggio, in particolare, assume una rilevanza addirittura discriminante: regole che permettano un equo contemperamento fra istanze contrapposte – che, a ben vedere, è il compito ultimo della disciplina giuridica – non possono divenire effettive se non tradotte in disposizioni normative comprensibili, tentando quindi quanto meno di attenuare la duplice indeterminatezza del diritto<sup>40</sup>.

Rispetto al dibattito tra *standard* e *rule*, preme fin da subito sottolineare l'assoluta sterilità di una posizione assunta *una tantum*, che rinunci quindi a valutazioni in concreto in grado di rispondere alle singole esigenze nei vari settori del diritto.

Nella disciplina giuridica dei mercati dei capitali, in particolare, l'utilizzo degli *standard* non incarna – almeno non sempre – una sorta di incapacità del legislatore di trascrivere in precisi e analitici elementi normativi la realtà finanziaria. Talvolta – ed è bene ricordarlo<sup>41</sup> - gli *standard* consentono di regolare fenomeni specifici senza trascurare, tuttavia, l'estremo dinamismo del settore<sup>42</sup>. Permettono, in altre parole, alla normativa di rispecchiare i tempi che mutano, senza dover intervenire specificatamente ed in continuazione, rischiando – questa volta sì – di creare incertezza come corollario di un'ipertrofia legislativa.

A dimostrazione della predilezione della Corte Suprema per gli *standard* nel settore dei mercati finanziari, sempre in *Basic* viene rigettata una *bright-line rule*, sostenuta da parte della giurisprudenza, che proponeva il cd. *agreement-in-principle test*. Applicabile ad ogni forma di transazione dell'emittente, si sarebbe configurato quale un ausilio non di poco conto per le corti, suggerendo di focalizzarsi “on a particular set of facts or circumstances that can be factually verified, such as agreement on particular elements of a contract”<sup>43</sup>. La Corte Suprema rifiuta l'adozione di tale alternativa, aderendo invece al cd. *probability-magnitude*

---

<sup>40</sup> In questo modo si fa riferimento a due forme distinte di indeterminatezza. Da una parte, si intende l'incertezza relativa a quali norme appartengano all'ordinamento giuridico considerato, a causa dell'equivocità dei testi normativi e, quindi, della loro pressoché infinita possibilità di interpretazioni difformi. Dall'altra, si intende l'insicurezza esegetica che ciascuna norma implica, nel senso che non si ha certezza di quali fattispecie ricadano nel relativo campo di applicazione, a causa, questa volta, della vaghezza dei predicati del linguaggio. Per tali riflessioni, R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 39 ss.

<sup>41</sup> L'importanza degli *standard* nella disciplina del mercato dei capitali sarà *leitmotiv* di tutto il presente lavoro, dalla loro capacità di adattarsi al mondo reale pur rimanendo invariati fino alle critiche rivolte alle *bright-line rule* introdotte dalla giurisprudenza statunitense. V. *infra*, Capitolo Secondo, §3).

<sup>42</sup> F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 354 ss.

<sup>43</sup> I. BAUM – D. SOLOMON, *Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis*, in *Bocconi Legal Papers*, cit. alla nota 1, p. 7.

*test* con riferimento specifico al divieto di *insider trading*<sup>44</sup>. Rispetto alla disciplina di divulgazione, invece, la selezione degli eventi rilevanti avviene per via autoritativa<sup>45</sup>, diminuendo così – pur, in ogni caso, non eliminando del tutto<sup>46</sup> – l’importanza dell’interprete rispetto alla nozione di materialità.

La Corte Suprema confermerà ripetutamente tale atteggiamento<sup>47</sup>, consolidandosi graniticamente la convinzione che non esistano formule differenti dallo *standard* della *materiality*, così come interpretata, per assicurare una flessibilità ritenuta indispensabile salvaguardando, al contempo, quella certezza ottenuta da un’ormai decennale applicazione giurisprudenziale della normativa.

Tale considerazione non sembra esclusiva della giurisprudenza. La Security Exchange Commission (SEC) – l’autorità di controllo dei mercati statunitense – ha più volte espresso la medesima posizione, manifestando un sostanziale rifiuto all’introduzione di soglie percentuali o comunque quantitative che potessero considerarsi quale unico criterio di accertamento della *materiality*<sup>48</sup>.

---

<sup>44</sup> Il *test*, in sintesi, postula la valutazione della probabilità di verificazione di un evento combinatamente al suo impatto sull’emittente interessato. Di conseguenza, un alto livello del primo elemento potrebbe rendere un’informazione *material* pur con un basso livello del secondo, e viceversa. Pur la Corte Suprema non avendo specificato se il *test* si applichi a qualsiasi transazione o soltanto alle cd. *merger negotiations*, le corti inferiori l’hanno interpretato nel primo senso. Lo stesso *test* è stato rigettato nel contesto europeo in CGUE, sent. 28 giugno 2012, *Markus Geltl c. Daimler AG*, causa C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397.

<sup>45</sup> Nell’ordinamento statunitense, la disciplina di divulgazione è – come verrà più volte ricordato nel corso del presente lavoro – informata ad un generale principio di divulgazione volontaria. In alcuni specifici casi, invece, la *disclosure* ha carattere obbligatorio. Si pensi, a titolo esemplificativo, agli *annual reports* nella Form 10-K, ai *quarterly reports* nella Form 10-Q o, ancora, ai *current reports* nella Form 8-K. In particolare, quest’ultimo, disponibile all’indirizzo <https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf>, assume una straordinaria rilevanza. Esso, nelle varie sezioni, prevede tutta una serie di eventi che gli emittenti sono obbligati a divulgare, sulla presunzione che siano di qualche interesse per il pubblico di investitori. In proposito, cfr. M.E. CARTER – B.S. SOO, *The Relevance of Form 8-K Reports*, in *Journal of Accounting Research*, 1999, Vol. 37, No. 1, pp. 119-32.

<sup>46</sup> Si pensi alla Form 8-K. Con riferimento ad alcuni specifici eventi da divulgare al mercato, è lo stesso documento che prevede più o meno analitiche *bright-line rule*; rispetto ad altre situazioni, invece, è esplicitamente utilizzata la nozione di materialità, devolvendo anche in tali casi la relativa chiarificazione all’interprete, e *in primis* all’emittente. Per un esempio della prima categoria, v. Item 5.05 della Form 8-K: “briefly describe the date and nature of any amendment to a provision of the registrant’s code of ethics”. Per uno dei molti possibili esempi del secondo caso, v. Item 2.02 (a) della Form 8-K: “if a registrant, or any person acting on its behalf, makes any public announcement or release (including any update of an earlier announcement or release) disclosing *material non-public information* regarding the registrant’s results of operations or financial condition for a completed quarterly or annual fiscal period, the registrant shall disclose the date of the announcement or release, briefly identify the announcement or release and include the text of that announcement or release as an exhibit”.

<sup>47</sup> Più recentemente, per esempio, in *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011). Sulle criticità di quest’orientamento, ormai consolidato, della Corte Suprema, cfr. T. M. MADDEN, *Significance and the Materiality Tautology*, in *Journal of Business & Technology Law*, 2015, Vol. 10, No. 2, pp. 217-44.

<sup>48</sup> Cfr. *Staff Accounting Bulletin no. 99*, 64, Fed. Reg. 45, 150, 45, 151. In occasione di tali linee-guida – che, in particolare, affrontano la nozione di materialità rispetto alla documentazione contabile periodica – la SEC ha specificato che una qualche soglia numerica ben possa considerarsi quale punto di partenza per l’analisi della materialità di un’informazione, non potendo, però, essere che una mera premessa di un ragionamento più

Non solo. Finanche il potere legislativo, nella discussione dei vari disegni di legge in materia che si sono susseguiti nel tempo, ha sostenuto che un cambiamento di rotta in proposito non fosse necessario, per lo più ritenendo che la giurisprudenza fosse ormai riuscita ad introdurre parametri sufficientemente chiari e precisi<sup>49</sup>.

La scelta netta – tra *standard* e *rule* – operata negli Stati Uniti d’America per la definizione della materialità si è confermata un modello di riferimento per quegli ordinamenti che, in un certo momento, hanno sentito l’esigenza di regolare specifici fenomeni dei mercati finanziari. L’ordinamento della Comunità Europea – e, ora, dell’Unione Europea – ne è un esempio paradigmatico.

#### §1.4. *L’influenza del first comer e il suo radicarsi al di qua dell’Oceano: l’ordinamento dell’Unione Europea*

Si è notato più volte in dottrina come l’ordinamento statunitense non potesse che assurgere a modello di riferimento per l’Europa, avendo introdotto per primo una serie di regole che denotano una certa consapevolezza della realtà dei mercati finanziari<sup>50</sup>.

L’utilizzo di *standard*<sup>51</sup>, in particolare, incarna senza ombra di dubbio una delle influenze

---

complesso, consistente cioè in una “full analysis off all relevant informations”. Della stessa opinione anche alcune autorità nazionali di controllo dei mercati finanziari con riferimento alla disciplina degli abusi di mercato. Per esempio, la Consob, al punto 4.6.4 delle sue *Linee Guida – Gestione delle informazioni privilegiate* n. 1/2017, appoggia esplicitamente la scelta di non prevedere alcuna soglia quantitativa ai fini della materialità di un’informazione. Argomenta la propria posizione come segue: “noti schemi di abuso di informazioni privilegiate si basano, peraltro, su tipi di informazioni per i quali non è attesa un’elevata variazione dei prezzi. Ad esempio, la conoscenza di un’informazione che genererà una variazione del prezzo dell’1% potrebbe essere sfruttata indebitamente da un investitore grazie all’acquisto di opzioni che assicurano, a causa di tale variazione, un ritorno del 10% sul capitale investito”.

<sup>49</sup> Per esempio, in sede di discussione dell’*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* del 1988 (H.R. 5133), si sostenne che “court-drawn parameters of insider trading have established clear guidelines for the vast majority of traditional insider trading cases”, H.R. Rep. No. 100-910, 11.

<sup>50</sup> L’espressione “the first comer” viene adottata, per esempio, in M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Development*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2014, No. 2442049, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2442049>. D’altronde, l’idoneità dell’ordinamento statunitense ad essere preso a modello per la regolazione dei mercati è pressoché una costante. Per esempio, con riferimento agli abusi di mercato – ed in particolare al divieto di *insider trading* –, cfr. F.A. GEVURTZ, *The Globalization of Insider Trading Prohibition*, in *Transnat’l Law*, Vol. 15, No 1, pp. 63-97.

<sup>51</sup> Trasposti nel contesto europeo ed in particolare in quello italiano, i due elementi della materialità parrebbero intendersi in due modi distinti. L’influenza sui prezzi – l’aspetto oggettivo – manterrebbe la definizione di *standard*; l’investitore ragionevole – l’aspetto soggettivo – potrebbe, invece, indicarsi in senso stretto come una clausola aperta. Con questa espressione si intendono termini o sintagmi che non si riferiscono a meri “nudi fatti” ma che necessitano sempre di una previa valutazione, dovendo diventare oggetto di un giudizio di valore altrui o personale dell’interprete. Le clausole generali, infatti, non si differenziano dalle altre norme perché indeterminate: *ogni* norma, infatti, è indeterminata. Quel che davvero distingue le clausole generali è la necessità, perché sia loro attribuito un significato, che sia compiuta una previa valutazione mediante un giudizio di valore. Tale inquadramento teorico è proposto da R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, cit. alla nota

più radicate e capillari, proprio in considerazione dell'attitudine – certo né del tutto generale né rigorosamente esclusiva – dei paesi di *common law* di ricercare “soluzioni pragmatiche, insofferenti a categorie astratte”<sup>52</sup>.

Si inserisce in un questo solco appena tracciato l'introduzione nell'ordinamento dell'Unione Europea della *price-sensitivity* – intendendo per essa la possibilità di un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari – come requisito di un'informazione privilegiata, elemento che con evidenza risente dell'influenza da parte della nozione di *materiality* statunitense<sup>53</sup>.

Tale emulazione, introdotta con la Direttiva 2003/6/CE<sup>54</sup> e specificata dalla successiva

---

40, pp. 57 ss. Il paradigma dell'investitore ragionevole, infatti, perché sia interpretato – a differenza del requisito di influenza sui prezzi – necessita di un previo giudizio di valore: date le plurime interpretazioni che possono essere fornite (v. *infra*, Capitolo Secondo, §2.1 ss.), pare qui corretto qualificare tale espressione normativa come clausola generale. A scanso di equivoci, si ricordi che identificare lo *standard* dell'investitore ragionevole come clausola generale non significa che *ogni standard* possa considerarsi clausola generale. I primi, infatti, sono concetti più generali, metodi, cioè, di tecnica legislativa che comprendono anche norme che *non* sono clausole generali – *i.e.* norme che non necessitano di un previo giudizio di valore. Per il rapporto tra clausole generali e *standard*, cfr. F. PEDRINI, *Le “clausole generali”. Profili teorici e aspetti costituzionali*, Bologna, Bononia University Press, 2013, pp. 98 ss. La ragione per cui è possibile definire ulteriormente clausola generale ciò che, in termini anglosassoni, è indicato come *standard* è la seguente: V. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 2, nota 3: “i giuristi di *common law* non concettualizzano le clausole generali come una categoria autonoma di descrizione del diritto positivo, ma le risolvono nella dimensione della vaghezza delle formulazioni normative e nelle questioni problematiche che questa dimensione comporta”. Della stessa opinione è F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Rivista critica del diritto privato*, 2011, fasc. 3, pp. 379 ss., secondo cui è importante mantenere la specificità delle clausole generali rispetto alla nozione di *standard* per “rivendicare un richiamo ad una tradizione – la nostra – che in tanto può sviluppare un utile confronto con quella che oggi è la cultura dominante a livello mondiale”. Di fondamentale rilievo è un rimando a F. SHAUER, *Thinking Like a Lawyer. A New Introduction to Legal Reasoning*, Cambridge Mass, Harvard University Press, 2009, cap. VIII. Infine, sia fin qui detto che la nozione di clausola generale, anche se nel presente lavoro viene accolta quella fornita da Guastini, è tuttavia straordinariamente ambigua – quasi fosse essa stessa una clausola generale ... –: cfr. V. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, cit. a questa nota, pp. 7 ss.

<sup>52</sup> Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2011, n. 28932.

<sup>53</sup> Naturalmente, gli specifici termini utilizzati sono mutati negli anni. La Direttiva 592/1989/CEE *ex art.* 1 si riferiva ad un'informazione che “se resa pubblica, potrebbe influire *in modo sensibile* sul corso di tale o tali valori mobiliari” (corsivo aggiunto). Il linguaggio adottato – mantenuto inizialmente identico con la Direttiva 3/2006/CE – è stato poi modificato dal Regolamento (UE) 596/2014 che *ex art.* 7 statuisce si debba trattare di un'informazione che “se resa pubblica, potrebbe avere un *effetto significativo* sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati” (corsivo aggiunto). Secondo l'opinione maggioritaria, l'evoluzione linguistica non presenta sfumature d'innovazione: per esempio, S. LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2, p. 150 che argomenta ricordando l'identità della formulazione inglese in tutti gli atti normativi succedutisi nel tempo (“significant effect”). Secondo altri autori, l'espressione “effetto significativo” consentirebbe invece un margine interpretativo più ampio, aumentando per l'ennesima volta il ruolo dell'esegeta: cfr. M.A. BARTOLUCCI, *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, in *Le Società*, 2019, fasc. 5, pp. 555 ss.

<sup>54</sup> La Direttiva presentava la definizione di informazione privilegiata all'art. 1, punto 1, prevedendo anche il requisito di *price-sensitivity*, nel senso di un'informazione che “potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi [...]”.

Direttiva 2003/124/CE recante le relative modalità di esecuzione<sup>55</sup>, è ora cristallizzata nel Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato (cd. MAR, *Market Abuse Regulation*). L'art. 7 MAR presenta una complessa e articolata definizione di informazione privilegiata, architrave sia della disciplina in materia di divulgazione continua ed obbligatoria (art. 17) che in materia di abuso di informazioni privilegiate (art. 8).

È necessario, in particolare, che sussistano, in modo cumulativo ed indipendente l'uno dall'altro, quattro specifici requisiti<sup>56</sup>. Si deve trattare *ex art. 7* di “un’informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”. Proseguendo nella lettura dell’articolo, al paragrafo 4 viene puntualizzato il requisito di *price-sensitivity* nel senso che quella determinata informazione “un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento”.

L’ordinamento italiano si è, col tempo, perfettamente conformato a tale forma di tecnica legislativa. La nozione di *price-sensitivity* e la figura dell’investitore ragionevole sono stati prima introdotti *ex art. 181 TUF* in modo esplicito<sup>57</sup> e, poi – com’è tuttora – incorporati nel nostro sistema normativo mediante un rinvio, *ex art. 180 lettera b-ter) TUF*, direttamente all’art. 7 MAR.

Per quanto pietra angolare della disciplina in materia degli abusi di mercato, è particolare notare come lo *standard* della significatività, comprensivo anche di quello dell’investitore ragionevole, non abbia nel contesto europeo acquisito quello straordinario interesse maturato nel corso di interi decenni dall’altra parte dell’Oceano. La letteratura statunitense – intendendo non solo quella prettamente giuridica ma anche quella economica – ha infatti formulato una serie quasi infinita di teorie, dottrine, osservazioni su come debba essere

---

<sup>55</sup> La Direttiva puntualizzava il requisito di *price-sensitivity*, statuendo dovesse ritenersi sussistente in riferimento ad un’informazione “che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”. È bene ricordare che già la precedente Direttiva 89/592/CEE prevedeva, all’art. 1, il requisito di *price-sensitivity* per l’informazione privilegiata. Nel testo, tuttavia, si è deciso di riferirsi subito alla Direttiva del 2003 perché primo intervento dell’Unione Europea che, introducendo la nozione di investitore ragionevole, abbraccia *in toto* – sia nell’aspetto oggettivo che in quello soggettivo – il concetto di *materiality* statunitense.

<sup>56</sup> Si ricordi CGUE, sent. 28 giugno 2012, cit. alla nota 44. Al punto 53 si sottolinea che tali requisiti – nel caso in esame ci si riferiva in particolare a quello di precisione e di *price-sensitivity* – “costituiscono condizioni minime, ciascuna delle quali deve essere soddisfatta”.

<sup>57</sup> L’art. 181 TUF è stato abrogato dal D. Lgs. 107/2018.

interpretata la materialità, talvolta anche tentando di rendere la nozione eterno e costante specchio dei tempi che mutano.

Un sostanziale disinteresse in ambito europeo è provato in particolare dall'approccio giurisprudenziale. La Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) quasi mai si è specificatamente pronunciata su tale nozione<sup>58</sup>. Quando interpellata in merito all'abuso di informazioni privilegiate - dalla Direttiva 89/592/CE al Regolamento (UE) 596/2014 - ha esposto le proprie posizioni esclusivamente sul rapporto tra ordinamento comunitario e ordinamento nazionale<sup>59</sup>, sulle varie condotte vietate<sup>60</sup>, sull'elemento soggettivo di queste<sup>61</sup>, sulle tappe intermedie delle fattispecie a formazione progressiva e sull'indipendenza dei requisiti di precisione e *price-sensitivity*<sup>62</sup>.

La cd. sentenza *Lafonta*<sup>63</sup> è l'unica pronuncia della CGUE in cui sia stata analizzata in modo più specifico la nozione di *price-sensitivity*<sup>64</sup>, risultando tuttavia del tutto carente su eventuali chiarimenti relativi alla centrale figura dell'investitore ragionevole<sup>65</sup>.

---

<sup>58</sup> Tuttavia, per alcuni autori la CGUE avrebbe accolto un *probability-magnitude test* in riferimento specifico alla nozione di investitore ragionevole. Tale orientamento è ricordato in H. KRAUSE – M. BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after Gelll v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Gelll v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, Vol. 8, No. 3, p. 290, nota 35.

<sup>59</sup> CGUE, sent. 3 maggio 2001, *Verdonck, Ronald Everaert, Edith de Baedts*, causa C-28/99, ECLI:EU:C:2001:238.

<sup>60</sup> CGUE, sent. 22 novembre 2005, *Groongard e Bang*, causa C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708 e CGUE, sent. 10 maggio 2007, *Ypourgos Oikonomikon e Proïstamenos DOY Amfissas contro Charilaos Georgakis*, causa C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272

<sup>61</sup> Entrambe le riflessioni sono compiute in CGUE, sent. 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV e Chris Van Raedmondonck c. CBFA*, causa C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806

<sup>62</sup> CGUE, sent. 28 giugno 2012, cit. alla nota 44.

<sup>63</sup> CGUE, sent. 11 marzo 2015, *Lafonta c. Autorità des marchés financiers*, causa C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162.

<sup>64</sup> In particolare, la CGUE al punto 39 afferma che la definizione di informazione privilegiata - allora fornita ex art. 1 della Direttiva 2003/6/CE - non richiede che “sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che l’influenza potenziale di tali informazioni sui prezzi degli strumenti finanziari in questione si eserciterà in un senso determinato, una volta che esse saranno rese pubbliche”.

<sup>65</sup> La CGUE, con riferimento specifico all'investitore ragionevole, formula un ragionamento forse apodittico. Afferma al punto 34 che “una data informazione può essere utilizzata da un investitore ragionevole [...] ancorché essa non consenta di prevedere la variazione in un senso determinato del prezzo degli strumenti finanziari di cui trattasi”. Il fatto che non sia stata sufficientemente approfondita la nozione di investitore ragionevole non comporta che la CGUE abbia formulato – in generale – un ragionamento erroneo. Infatti, è ben possibile un profitto investendo sulla volatilità dei prezzi; in proposito, cfr. ASSONIME, *Circolare*, n. 48, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, 2006, p. 10: “l’attuale rimando all’“effetto” sui prezzi in luogo della specifica “direzione” dello scostamento si basa sulla considerazione che alcune operazioni (ad esempio il lancio di un’Opa) producono quasi certamente una variazione dei prezzi, anche se non con certezza prevedibile se essa avrà direzione positiva o negativa: anche in tal caso sarebbe, tuttavia, possibile abusare dell’informazione privilegiata, “scommettendo” sulla volatilità dei titoli rilevanti”. Anche per tale ragione, il pericolo di volatilità deve sempre essere preso in considerazione nel regolare il carattere di precisione di un’informazione nonché il tempo entro cui vada divulgata; cfr. C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for*

Non solo. In ambito italiano la giurisprudenza – di ogni grado e periodo storico – assai raramente si è fatta carico di una qualche analisi dettagliata della nozione di significatività. Se con riguardo all’influenza sui prezzi si è ovviamente conformata al principio di diritto della sentenza *Lafonta*<sup>66</sup> nonché al dettato normativo che impone di adottare una prospettiva *ex ante* nell’accertamento<sup>67</sup>, con riferimento all’investitore ragionevole il più delle volte esaurisce la propria posizione in una mera e semplice tautologia nella motivazione redatta. Ne sono esempi espressioni quali “è evidente che *ogni* investitore in possesso dell’informazione [...]”<sup>68</sup>, “è del tutto intuitivo che *qualunque* investitore avrebbe usato l’informazione [...]”<sup>69</sup>, “è chiaro il riferimento ad un investitore *qualunque*, sia come soggetto agente, sia come potenziale danneggiato”<sup>70</sup>, “*ogni* investitore avrebbe preso in considerazione [...]”<sup>71</sup>, “è *indubbio* che l’informazione relativa al lancio di un’OPA debba essere qualificata quale informazione privilegiata [...]”<sup>72</sup>, “*qualunque* investitore ragionevole ed in grado di intervenire sul mercato [...]”<sup>73</sup>. È chiaro che riferirsi ad “ogni investitore”, “qualunque investitore” (e così via) funge da argomento *a fortiori*: se *ogni* investitore prenderebbe in considerazione un certo dato conoscitivo, a maggior ragione

---

*Future Actions*, in *Rivista delle Società*, 2009, fasc. 4, pp. 793 ss. Ulteriormente, si ricordi anche la concreta possibilità di speculazione mediante lo strumento dei derivati. Anche in tal caso, un individuo potrebbe beneficiare di un ingiusto profitto finanziario investendo sulla base di un’informazione privilegiata che, pur essendo sufficientemente specifica, comunque non permette di prevedere la direzione della variazione dei prezzi. In proposito, si ricordi il campo di applicazione del MAR. L’art. 2 paragrafo 1, lettera d) MAR prevede che il regolamento si applichi “agli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a) [in particolare, negoziati su un mercato regolamentato], b) [in particolare, negoziati su un MTF] o c) [negoziati su un OTF], il cui prezzo o valore dipende da uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti finanziari differenziali”.

<sup>66</sup> Per esempio, C. Mil. App., sez. I, 25 luglio 2020, n. 1542.

<sup>67</sup> La prospettiva *ex ante* è imposta dal considerando n. 14 MAR, mentre il considerando n. 15 suggerisce che “le informazioni a posteriori possono essere utilizzate per verificare l’ipotesi che le informazioni precedenti fossero sensibili sul piano dei prezzi”. La giurisprudenza italiana, come accennato, si è allineata alla disciplina dell’Unione Europea. Per esempio Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2022, n. 17789, in cui si afferma “oltre alla verifica *ex ante* è anche possibile, a riscontro della prima e *in modo mai autosufficiente*, una verifica *ex post* sulla effettiva alterazione dei titoli, che, se ragionevolmente coerente con le emergenze *ex ante*, può costituire un *elemento sintomatico* [...] della condotta a determinare l’alterazione del prezzo dei titoli quotati in borsa” (corsivo aggiunto).

<sup>68</sup> C. Mil. App., sez. I, 29 gennaio 2019, n. 399 (corsivo aggiunto).

<sup>69</sup> C. Fir. App., 16 giugno 2021, n. 1196 (corsivo aggiunto).

<sup>70</sup> Cass. Civ., sez. III, 3 luglio 2014, n. 15224 (corsivo aggiunto).

<sup>71</sup> C. Mil. App., sez. I, 10 dicembre 2020, n. 3242 (corsivo aggiunto).

<sup>72</sup> C. Gen. App., sez. I, 31 gennaio 2019, n. 150 (corsivo aggiunto). Con riferimento all’OPA, si dà ormai scontato che l’informazione relativa al suo lancio sia da qualificarsi quale privilegiata. La giurisprudenza, infatti, ormai non spende che poche parole in proposito nella motivazione, se non addirittura nessuna. La posizione, comunque, non è sola nell’Unione Europea. Per esempio, la medesima conclusione è evidenziata nelle linee guida dell’autorità di controllo tedesca BaFin *Module C – Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR)*, punto I.2.1.4.3, in cui si legge: “in the event of a takeover bid [...] a reasonable investor will, *as a rule*, ultimately use the information about the intermediate steps” (corsivo aggiunto).

<sup>73</sup> Trib. Mil., 2 gennaio 2007.

questo accade per quello *ragionevole*, in qualsiasi modo venga inteso.

Nel prosieguo del presente lavoro, verranno analizzate attentamente le varie interpretazioni della figura dell'investitore ragionevole, comprese quelle per lo più diffuse nel diritto vivente giurisprudenziale<sup>74</sup>. Sia sufficiente, qui, sottolineare che la giurisprudenza, nel proprio ragionamento, sembra mancare di una attenta, specifica e ben ponderata analisi e concretizzazione della nozione di materialità<sup>75</sup>, ovvero dei suoi componenti<sup>76</sup>. Questo vale soprattutto se come termine di paragone si assume l'attenzione invece posta allo studio

---

<sup>74</sup> Sulle plurime e possibile interpretazione della figura dell'investitore ragionevole, v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.1 ss.

<sup>75</sup> Un esempio è C. App. Fir., 16 giugno 2021, cit. alla nota 69. Nel procedimento – ad oggetto una condotta di *tipping*, sanzionabile ex art. 184, comma 1, lettera b) TUF –, uno dei punti principali è comprendere se il semplice interesse manifestato da un investitore ad acquisire il controllo di una società sia *ex se* evento che un investitore ragionevole prenderebbe in considerazione. La difesa, in particolare, afferma che “gli accadimenti del 28 aprile 2016 che si suppongono illecitamente comunicati costituivano soltanto la tappa iniziale di una vicenda in divenire dall'esito tutt'altro che scontato, attraverso un percorso negoziale complesso e incerto”; pertanto “è evidente come al 28 aprile 2016 l'effettivo compiersi dell'operazione fosse del tutto incerto e che *nessun investitore ragionevole* avrebbe potuto ritenere ragionevolmente probabile il verificarsi dell'operazione” (corsivo aggiunto). La decisione – approfondendo a dire il vero per di più il carattere di precisione dell'informazione privilegiata – risolve tale punto affermando che risulta “del tutto ovvio che qualunque investitore, venuto a conoscenza della trattativa promossa da uno stimato investitore per acquisire il controllo totalitario della società, avrebbe potuto facilmente prefigurarsi un incremento del prezzo di offerta”. Rimane, tuttavia, una questione aperta: una differente interpretazione dell'investitore ragionevole potrebbe comportare un diverso giudizio sul punto? L'operatore di mercato sofisticato ovvero l'investitore al dettaglio – per prendere due concezioni ermeneutiche specifiche (v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.4) – si sarebbero comportati in modo tra loro differente? Non bisogna dimenticare come, se è certo che anche le tappe intermedie di un processo prolungato rientrano nel campo di applicazione del MAR ex art. 7 paragrafo 3, quest'ultimo richiede comunque siano sussistenti *tutti quanti* i caratteri propri dell'informazione privilegiata: anche rispetto ad essi, pertanto, è necessaria l'interpretazione in particolare dell'investitore ragionevole. Ancora un'ulteriore precisazione. Nella pronuncia si può leggere, ulteriormente: “la notizia privilegiata è precisa anche quando non riguarda la stipulazione di un contratto definitivo, bensì l'esistenza di un interessamento riservato, che comunque è di per sé suscettibile di influenzare significativamente l'andamento di mercato del titolo interessato”. In questo caso, l'analisi della nozione di significatività sembra peccare di una diversa criticità: essa sembra, infatti, dimenticare che tale concetto consta *sia* dell'influenza sui prezzi *sia* della figura dell'investitore ragionevole. I due elementi vanno valutati cumulativamente e la sussistenza dell'uno non è sufficiente per escludere la necessità dell'altro; sul tema, v. *supra*, Capitolo Primo, §1.2 e v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.1.

<sup>76</sup> Per esempio, si pensi a Trib. Mil. 15 febbraio 2021, n. 1328. Il procedimento ha reso necessario concentrarsi sulla nozione di investitore ragionevole, se pur con riferimento ad una responsabilità cd. da prospetto. L'art. 94 comma 7 TUF prevede anche in tale circostanza il paradigma dell'investitore ragionevole (letteralmente, il paragrafo recita: “la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un *investitore ragionevole* [...]” (corsivo aggiunto). Nel corso del giudizio, si discute sulla rilevanza dei *report* delle agenzie di *rating*: quanto questi sono idonei ad attenuare la responsabilità cd. da prospetto? Di fronte a tale questione – che pare di estrema rilevanza – il Tribunale afferma: “l'investitore ragionevole [...] non ha alcun onere di consultare report di agenzie esterne alla società emittente, ben potendo ragionevolmente e fisiologicamente confidare nella veridicità delle informazioni diffuse dalla società emittente, secondo il principio di buona fede”. *Non* riflettere a fondo su cosa si intenda per investitore ragionevole comporta un'assunzione sostanzialmente dogmatica. *Implicitamente* non sembra, in questo caso, intendersi l'investitore ragionevole come un operatore sofisticato che, auspicabilmente, avrebbe preso in considerazione plurime informazioni, e non soltanto quelle nel prospetto. Tuttavia, *esplicitamente* il giudice non fornisce argomentazioni sulla ragione per cui l'investitore ragionevole vada così interpretato.

dell'analogia *materiality* nel contesto statunitense.

Alcune sentenze, ancora, postulano una sinonimia tra l'investitore ragionevole previsto dalla normativa e l'investitore medio, senza poi chiedersi chi esso sia e quali conseguenze questo possa comportare. A fini meramente esemplificativi, si è affermato che per investitore ragionevole: “[si intende] un operatore medio che disponga delle normali informazioni”<sup>77</sup>, “[si intende] una persona di comune avvedutezza e discernimento”<sup>78</sup>, “[si intende] quell'uomo medio che opera sul pericoloso mercato finanziario con ragionevolezza”<sup>79</sup> o, semplicemente, si afferma che “qualunque investitore medio non avrebbe certo [...]”<sup>80</sup>.

A questi ragionamenti autoreferenziali si accompagnano il più delle volte termini o sintagmi quali “obiettivamente”<sup>81</sup>, “certo”<sup>82</sup>, “del tutto ovvio [...] che facilmente [...]”<sup>83</sup>.

Questa tendenza giurisprudenziale italiana – non da sola nel contesto europeo<sup>84</sup> – attenua il rigore dell'accertamento con orpelli linguistici idonei a mostrare una sola apparenza di oggettività, celando tuttavia una sorta di indifferenza ad una clausola che, per quanto ritenuta costituzionalmente legittima dalla Corte costituzionale<sup>85</sup>, presenta caratteri di obiettiva incertezza.

La ragione, forse, è da rinvenire nella estraneità di tali *standard* alla cultura giuridica di *civil*

---

<sup>77</sup> Trib. Mil., 28 maggio 2011. Inutile chiedersi: cosa significa “operatore medio”? E, soprattutto, quali sono le “normali informazioni”?

<sup>78</sup> Cass. Pen., 4 maggio 2011, cit. alla nota 52.

<sup>79</sup> Cass. Pen., sez. V, 28 novembre 2018, n. 53437. Sorge con evidenza la costruzione tautologica di un ragionamento del tutto apodittico: come una sorta di semplice parafrasi, si afferma che l'investitore ragionevole è colui che opera “con ragionevolezza” nel mercato.

<sup>80</sup> Cass. Pen., 4 maggio 2022, cit. alla nota 67.

<sup>81</sup> Cass. Civ., sez. II, 19 febbraio 2021, n. 4524.

<sup>82</sup> Cass. Pen., 4 maggio 2022, cit. alla nota 67.

<sup>83</sup> C. Fir. App., 15 febbraio 2021, n. 1328.

<sup>84</sup> Cfr. H. KRAUSE - M. BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, cit. alla nota 58. In sintesi, gli autori notano come da parte della giurisprudenza e delle autorità finanziarie europee la ragionevolezza dell'investitore viene, per lo più, interpretata quale perfetta razionalità.

<sup>85</sup> Corte cost., 14 dicembre 2004, n. 382. È qui opportuno richiamare la posizione della Corte costituzionale che – allineandosi da questo aspetto a quanto sostenuto al di qua dell'Oceano – esprime le difficoltà di trasformare lo *standard* della materialità in parametri quantitativi o numerici. Nella sentenza, infatti, si afferma che introdurre un tale riferimento “avrebbe reso praticamente impossibile il giudizio sull'idoneità *ex ante* dell'informazione ad alterare il prezzo del valore mobiliare”. Inoltre, il Giudice delle leggi non dimentica nemmeno quanto il concetto di relatività permei il sistema finanziario, proseguendo nella motivazione: “rispetto ad un titolo relativamente stabile, infatti, anche una variazione di pochi punti percentuali potrebbe essere considerata significativa; mentre rispetto ad uno strumento finanziario “fisiologicamente” soggetto ad oscillazioni, difficilmente si potrebbe giungere alla medesima conclusione”. La questione di legittimità costituzionale – ad oggetto l'allora art. 180 TUF – viene dichiarata infine inammissibile. Per un approfondimento della pronuncia, cfr. C. CASSANI, *L'insider trading tra indeterminatezza ed eccesso di delega*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, fasc. 2, pp. 115-35.

*law* che le rende così oggetto di interpretazioni assolutamente non argomentate, trasformandole in meri dati di fatto senza alcuna capacità discriminante a livello normativo. È tuttavia doveroso tentare di interpretare la *materiality* – o, si ripete ancora, la *price-sensitivity* nel contesto europeo – in modo da rispecchiare la realtà dei fenomeni finanziari, evitando di rischiare che l’incertezza del diritto<sup>86</sup> venga sfruttata come giustificazione di forme plurime di arbitrio. Il timore di un’interpretazione potenzialmente arbitraria della nozione di significatività si palesa sia con riferimento al passato<sup>87</sup> sia, soprattutto, rispetto al futuro. In quest’ultimo caso, e in particolare: che cosa accadrà qualora finalmente dovesse accertarsi se un’informazione sulla sostenibilità abbia o meno carattere materiale?

Vi sono in particolare alcune questioni che non possono più essere studiate ed osservate nel solo contesto statunitense, trattandosi di tematiche ormai capillari e profondamente pervasive anche nei mercati europei. Si tratta di domande cui gli orientamenti interpretativi accennati – di valenza generale e non specifici per determinate categorie di dati conoscitivi – non forniscono alcuna reale e soddisfacente risposta.

Le informazioni ESG ne sono un esempio lampante.

## **§2. Se le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva teorica**

### *§2.1. Che cosa si intende per informazioni ESG: l’incertezza come forza o come debolezza?*

Studiare se un certo oggetto possieda certe qualità non può prescindere da una conoscenza di cosa si intenda per tale oggetto. Pertanto, comprendere se le informazioni ESG siano

---

<sup>86</sup> Non interrogarsi sul contenuto semantico dello *standard* dell’investitore ragionevole conduce alla via della soggettivazione della fattispecie da parte di chi deve giudicare. La conseguenza dell’indifferenza è la situazione individuata da A. ALESSANDRI, *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2016, fasc. 1, p. 38: “la riflessione teorica e l’applicazione giurisprudenziale si affidano alla logica del caso per caso (che non è logica), pudicamente rivestita richiamando la necessità di tener conto del contesto e delle circostanze di contorno: alla giuria (è materia infatti riservata a quest’ultima [nei sistemi di *common law*]) non potrà che essere affidato un compito pesantemente condizionato da opzioni soggettive”.

<sup>87</sup> Evidenziare interpretazione arbitrarie della materialità nel passato risulta assai complicato: nell’ordinamento italiano, infatti, vengono portate di fronte alla magistratura per lo più vicende di grandissima risonanza, per cui, talvolta, investigare sulla significatività – e in particolare sull’investitore ragionevole – potrebbe assumere un carattere esclusivamente speculativo. Analizzare a fondo il carattere di materialità potrebbe, se non fugare pericoli di vero e proprio arbitrio, quanto meno dissipare eventuali dubbi ed incertezze nell’esercizio della discrezionalità. Per esempio, si pensi alla pronuncia illustrata *supra* alla nota 75 sulle tappe intermedie ovvero quella spiegata *supra* alla nota 76 sui *report*.

materiali non può tralasciare la consapevolezza di cosa si intenda per informazioni ESG.

Per quanto ormai oggetto di ampi dibattiti e dettagliate analisi, è estremamente complicato fornire un'univoca definizione di quanto debba considerarsi un'informazione ESG nell'ambito della finanza sostenibile<sup>88</sup>.

Il principale ostacolo consisterebbe, secondo la dottrina, nell'estrema disomogeneità e varietà delle questioni che potrebbero considerarsi in qualche modo incluse. La formula "ESG" – che si riferisce a tematiche ambientali (*environmental*), sociali (*social*) e di governo (*governance*). – sarebbe, in sintesi, identificabile come "ombrella term"<sup>89</sup>.

Un ottimo punto di partenza per fare chiarezza si può sicuramente rinvenire nel *Consolidated Set of GRI Sustainability Reporting Standards*, pubblicato il 30 giugno 2022<sup>90</sup> nell'ambito del Global Reporting Initiative's (GRI).

Premettendo che le tematiche ESG interessano non solo la ristretta compagine sociale ma anche i cd. *stakeholder* – intendendo per essi individui o gruppi titolari di interessi che in qualche modo possono essere lesi o messi in pericolo dalle condotte delle società, tra cui *partners* commerciali, consumatori, clienti, lavoratori, governo, comunità locali, ONG, compresi ovviamente gli azionisti e gli investitori in genere <sup>91</sup>– il rapporto distingue gli elementi di sostenibilità in tre categorie: i fattori economici, ambientali e sociali. Il documento procede poi con un copiosissimo elenco che è prova dell'estrema varietà delle informazioni ESG<sup>92</sup>.

Non è affatto assicurato, tuttavia, che le definizioni accolte nell'ambito del GRI siano

---

<sup>88</sup> Pare utile ricordare, anche solo per la sua straordinaria forza evocativa e simbolica, cosa si intenda per "sostenibilità". La Dichiarazione di Rio de Janeiro del 1992 al Principio n. 3 precisa che "il diritto allo sviluppo deve essere perseguito in modo da soddisfare equamente i bisogni di sviluppo e ambientali delle generazioni presenti e future". Ragionando con categorie giuridiche, la sostenibilità è in sintesi una forma non di semplice ponderazione, ma di complessissimo temperamento. Cautela, tuttavia, è stata richiamata nell'adozione di un linguaggio simile: M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6, p. 1350: "vi è, infatti, [...] il rischio di abbandonare presto il piano del discorso tecnico per indulgere a una mera "narrativa", cioè all'uso di un linguaggio fortemente evocativo sul piano psicologico ma privo di adeguato riscontro di dati obiettivamente verificabili e quindi incapace di fungere da fondamento per l'affermazione di modelli di comportamento dei privati".

<sup>89</sup> L'espressione è usata da P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, Vol. 18, No. 2, p. 261.

<sup>90</sup> Il documento è accessibile all'indirizzo: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>.

<sup>91</sup> *Ibidem*, p. 13.

<sup>92</sup> Data l'elencazione sterminata, ci si limita qui a degli esempi. I fattori ambientali comprendono, tra gli altri: le materie prime, l'energia, l'acqua, la biodiversità, le emissioni, lo spreco di risorse naturali in genere. I fattori sociali includono: lavoro, le relazioni tra datore di lavoro e lavoratore dipendente, la sicurezza nell'attività lavorativa, la non discriminazione nella società, la libertà di associazione, il lavoro minorile, il rispetto delle comunità indigene, il rispetto dei diritti umani, la tutela dei consumatori e così via.

concordi con quanto affermato in altri *frameworks* e quadri generali. A ben vedere, un'assenza di univocità potrebbe considerarsi foriera di contraddizioni, ambiguità ed incertezze.

Non a caso, Robert Eccles, primo presidente del Sustainability Accounting Standards Board (SASB), ha dichiarato: “With SASB, GRI and TCFD [Task Force on Climate-related Financial Disclosures]<sup>93</sup>, all offering different reporting standards, companies and investors have felt overwhelmed by the “alphabet soup” of arbiters in the ESG industry”<sup>94</sup>.

Oltre ad un'assenza di effettiva e reale protezione degli interessi degli investitori<sup>95</sup>, l'incertezza comporta anche aumenti ingenti dei costi per gli emittenti, con una riduzione, a cascata, della forza attrattiva dei mercati quali strumenti efficienti di allocazione delle risorse.

Il panorama è straordinariamente complicato, inoltre, se si considerano *frameworks* particolari rispetto a determinati temi specifici.

Pregnante risonanza, come è d'altronde facile aspettarsi, riceve la questione del cambiamento climatico, che nel corso degli ultimi anni è stata in misura sempre maggiore al centro dell'attenzione non soltanto accademica, ma anche dell'opinione pubblica a livello globale. La mutata sensibilità della società civile è divenuta motore per iniziative differenti, tra cui: il Climate Disclosure Standards Board (CDSB), il Carbon Disclosure Protocol (CDP), le raccomandazioni del già citato TCFD, soltanto per citarne alcune<sup>96</sup>.

Nel Vecchio Continente, il legislatore dell'Unione Europea è intervenuto a più riprese, mostrando una sensibilità da molti apprezzata al tema della finanza sostenibile. Non si può

---

<sup>93</sup> Il sito ufficiale della TCFD è disponibile all'indirizzo: <https://www.fsb-tcf.org/>. Direttamente nella *homepage* si legge: “the Financial Stability Board created the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) to improve and increase reporting of climate-related financial information”.

<sup>94</sup> P. TEMPLE-WEST, *Companies Struggle to Digest 'Alphabet Soup' of ESG Arbiters*, in *Financial Times*, 6 ottobre 2019, disponibile all'indirizzo: <https://www.ft.com/content/b9bdd50c-f669-3f9c-a5f4-c2cf531a35b5>.

<sup>95</sup> Si è usato il termine generale di “investitori”, dovendo tuttavia sottolineare che il pubblico di riferimento di questi differenti *frameworks* raramente coincide. Basti pensare che il GRI esplicita che i destinatari sono gli *stakeholder*, mentre il SASB prende in considerazione proprio il pubblico degli investitori. Tanto che nel 2017 gli amministratori delegati delle due organizzazioni hanno affermato che proprio per tale diversità i due sistemi non debbono considerarsi in conflitto, bensì in una tendenziale complementarità. Un tentativo di amalgamazione è compiuto dalla Direttiva (UE) 2022/2464; non a caso, il suo considerando n. 9 individua come destinatari principali – anche se dichiaratamente non esclusivi – delle relazioni annuali ad oggetto le informazioni sulla sostenibilità due gruppi: gli investitori (“che desiderano comprendere meglio i rischi e le opportunità che le questioni di sostenibilità presentano per i loro investimenti”) e gli attori della società civile (“che si aspettano che le imprese siano maggiormente responsabili del loro impatto sulle persone e sull'ambiente”).

<sup>96</sup> Per una delle iniziative più recenti rappresentanti una sensibilità accentuata alla questione climatica, cfr. P. MARCHETTI, *Il primo caso italiano di “say on climate”*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 4, pp. 648-49.

tuttavia affermare che tale azione normativa abbia garantito una maggior certezza normativa, almeno per quanto riguarda le definizioni, ancora vaghe e particolarmente oscure.

La Direttiva (UE) 2014/95 (cd. *CSR Directive*) impone la divulgazione di informazioni aventi carattere non finanziario da parte di imprese di grandi dimensioni. Al momento di fornire qualche indicazione maggiormente specifica cominciano tuttavia a sorgere le solite incertezze. L'art. 1 include nelle informazioni non finanziarie “almeno [le] informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva”, mentre il considerando n. 7 fornisce quanto meno un elenco più dettagliato, ma comunque nuovamente vago, amplissimo, il cui linguaggio – “la dichiarazione di carattere non finanziario [...] *dovrebbe comprendere*”<sup>97</sup> – impone di qualificare l'elencazione come meramente esemplificativa e niente affatto tassativa.

La Direttiva (UE) 2017/828 (cd. *Shareholder Rights Directive*) prevede che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi debbano adottare, *ex art. 3-octies*, una politica di impegno “che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento”, comprendendo, tra le informazioni da comunicare, quelle concernenti “l'impatto sociale e ambientale e il governo societario”. Sono anche numerosi i relativi considerando che citano proprio questi tre fattori come di importanza crescente per i mercati, senza tuttavia curarsi di fornire una più specifica definizione<sup>98</sup>.

In seguito, nell'ambito dell'*Action Plan: Financing Sustainable Growth*<sup>99</sup> della Commissione europea, il legislatore è intervenuto con una pluralità di atti normativi.

Il Regolamento (UE) 2019/2088, in materia di informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, introduce all'art. 2, n. 17 una definizione di “investimento sostenibile”. La disposizione definitoria è la più articolata fra quelle previste dall'articolo medesimo – ennesima prova inconfutabile delle difficoltà di circoscrivere il contenuto della nozione – e ricorre per di più alla solita tecnica di mera esemplificazione (“ad esempio”). Ancora una volta, all'estensione della definizione non corrisponde, tuttavia, una qualche chiarezza analitica<sup>100</sup>.

---

<sup>97</sup> Corsivo aggiunto.

<sup>98</sup> In particolare, considerando n. 14, n. 22 e n. 29.

<sup>99</sup> European Commission, 2018, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM(2018) 97 final, disponibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

<sup>100</sup> L'art. 1, n. 17, declina gli obiettivi ambientali in differenti indicatori, segnatamente “l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare”. Gli obiettivi sociali, invece, si considerano soddisfatti in un investimento che contribuisce “alla lotta contro la

Il Regolamento (UE) 2020/852 (cd. *Taxonomy Regulation*) fornisce qualche indicazione ulteriore. L'art. 3 prevede – “al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento” – una serie di indici per verificare quanto un'attività economica sia considerata ecosostenibile. In particolare, la lettera a) fa riferimento ad una sua contribuzione “in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9”, mentre la lettera b) richiama il fatto che l'attività non debba arrecare “un danno significativo [ad alcuno] degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9”. Il riferimento all'art. 9, presente in entrambi i casi, è immediatamente comprensibile: questo elenca difatti una serie di obiettivi ambientali che costituiscono un punto di riferimento definitorio, anche se comunque specificatamente con riguardo alla lettera “E” degli ESG e, quindi, soltanto parziale<sup>101</sup>.

La Direttiva (UE) 2022/2464 (cd. *Corporate Sustainability Reporting Standard Directive*), entrata in vigore il primo gennaio 2023 e da recepire *ex art.* 5 entro il 6 luglio 2024, aggiunge all'art. 2 della Direttiva (UE) 2013/34 la nozione di “questioni di sostenibilità”, intendendo queste ultime come inclusive dei “fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di governance, compresi i fattori di sostenibilità quali definiti all'articolo 2, punto 24), del regolamento (UE) 2019/2088”. Introducendo un nuovo art. 29 *ter* nella Direttiva (UE) 2013/34, l'atto normativo, coordinatamente al considerando n. 49, prevede un elenco più dettagliato – ma comunque per l'ennesima volta ampio – di che cosa i principi di rendicontazione di sostenibilità debbono specificare, distinguendo le informazioni in tre distinte categorie: quelle relative ai fattori ambientali (lettera a), quelle afferenti ai fattori sociali e diritti umani (lettera b) e, infine, quelle attinenti ai fattori di *governance* (lettera c). L'ampiamiento quantitativo e qualitativo dei soggetti tenuti alla *disclosure* di informazioni non finanziarie (*rectius*: di informazioni sulla sostenibilità<sup>102</sup>) non va tuttavia di pari passo

---

disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali”; ancora: “un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate”. Il fattore *governance* viene individuato “in particolare” in relazione a “strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali”.

<sup>101</sup> Gli obiettivi ambientali *ex art.* 9 sono a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

<sup>102</sup> La citata Direttiva ha mutato registro linguistico in modo radicale ma perfettamente coerente con l'evoluzione dei mercati finanziari odierni. Quanto prima era qualificato come informazione non finanziaria – individuato quindi in negativo secondo un criterio metodologico residuale e ancora ancorato ad una visione di autentico stampo neoclassico – viene ora identificato come informazione sulla sostenibilità. La ragione è evidente: tale patrimonio conoscitivo è sempre più attinente al profilo strettamente finanziario degli emittenti quotati. Per la simbologia significativa di questa variazione, cfr. L. SOLIMENE, *La Direttiva CSRD* (Corporate

con un'accorta certezza definitoria.

Nemmeno con riferimento ai progetti normativi, ancora allo stato embrionale di mere proposte, sembra essersi raggiunta quella chiarezza capace di dissipare ogni dubbio. Per esempio, la tanto attesa proposta sul dovere di diligenza del Parlamento Europeo e del Consiglio<sup>103</sup> reca delle formulazioni che sono state già etichettate come “goffe”<sup>104</sup>, mere elencatrici di interessi vaghi e niente affatto circostanziati. L'art. 25 paragrafo 1 – legato con un *fil rouge* in particolare al considerando n. 4<sup>105</sup> – dispone che gli amministratori delle società rientranti nel campo di applicazione dell'atto debbano “adempire al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, [tenendo conto] delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, [tenendo conto] delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente”.

Il quadro delineato vuole semplicemente abbozzare il panorama attuale, a livello internazionale<sup>106</sup> ed europeo<sup>107</sup>. Senza pretese di esaustività – che travalicherebbero i confini dell'attuale lavoro – si è voluto evidenziare un aspetto, che si richiama ancora una volta.

Le fonti che forniscono criteri ed indici per stabilire quando una certa informazione riguardi i fattori ESG sono numerose, a volte articolate, spesso intricate, quasi sempre estremamente ampie<sup>108</sup>. Pur essendo da più voci invocato un intervento che risolva finalmente l'incertezza,

---

Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2022, fasc. 4, pp. 596 ss.

<sup>103</sup> Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937.

<sup>104</sup> Così, nella sua critica alla “quasi ridicola goffaggine delle formulazioni”, M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3, pp. 339-40.

<sup>105</sup> Considerando che recita, tra l'altro: “tutelare i diritti umani e l'ambiente va anche nell'interesse delle società, in particolare alla luce delle crescenti preoccupazioni espresse dai consumatori e dagli investitori in merito a tali questioni. Esistono già a livello dell'Unione e a livello nazionale diverse iniziative volte a promuovere le società che sostengono una trasformazione orientata a un sistema di valori”.

<sup>106</sup> Basti pensare, per esempio, all'*Agenda 2030* per lo sviluppo sostenibile dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, più volte citata negli atti normativi indicati nel testo (per esempio, considerando n. 1 Regolamento (UE) 2019/2088).

<sup>107</sup> Il sistema normativo è spesso orientato a specifici settori con una rara prospettiva generale. Per esempio, Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità, Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453 sull'informativa sui rischi ambientali, sociali e di *governance*, Direttiva (UE) 2022/2381 sul miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori delle società quotate. L'elenco è sterminato. Si veda, per una panoramica efficace e puntuale, l'elencazione compiuta dalla Consob all'indirizzo: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile-normativa-europea>.

<sup>108</sup> Nel panorama dottrinario italiano l'estrema complessità – sconfinante talvolta nella contraddittorietà – è stata analizzata da M.S. RICHTER, *Long-Terminism*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 1, pp. 16-52, pagine in cui l'autore mette a confronto, in particolare, il concetto di *Sustainability*, da una parte, e di fattori ESG dall'altra.

si deve stare pur sempre cauti: eventuali definizioni restrittive potrebbero favorire artificiose forme elusive della normativa da parte degli emittenti, diminuendo il senso di fiducia degli investitori nei confronti del mercato.

Il concetto di materialità consente, in particolare nelle discipline di *disclosure* e di *market abuse*, di imbastire degli articolati sistemi normativi orientati a garantire l'efficienza informativa, ad assicurare l'integrità dei mercati, ad accrescere la fiducia da parte del pubblico investitore<sup>109</sup> e, in ultima analisi, ad incrementare la forza attrattiva dei mercati finanziari quali luogo di allocazione delle risorse da unità in *surplus* ad unità in *deficit*<sup>110</sup>.

Eventuali proposte che tentino di definire cosa si intenda per informazione ESG non debbono trascurare gli scopi appena accennati. Questi ultimi assumono un rilievo del tutto primario e potrebbero essere lesi in caso di definizioni che siano, in particolare, pericolosamente *under-inclusive*<sup>111</sup>. Un eventuale timore, in questi casi, sarebbe quello di introdurre precetti normativi che già in potenza possano permettere pericolose forme di elusione.

È bene qui richiamare quelle voci dottrinali che vedono nella disomogeneità definitoria delle questioni ESG un elemento di forza. L'assenza di univocità è stata talvolta considerata come ottima fotografia degli infiniti e differenti interessi degli investitori e come elemento indispensabile per una capacità di adattamento alla realtà<sup>112</sup>. Un intervento definitorio

---

<sup>109</sup> Tutti questi obiettivi sono individuati dal considerando n. 2 del MAR: “un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico” (corsivo aggiunto).

<sup>110</sup> Il concetto di fiducia nei mercati assumerà, data la disciplina, il tono di sottofondo per tutto quanto il presente lavoro. Sul tema, in termini generali, cfr. P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Element of Truth in Financial Markets Law*, in *German Law Journal*, 2017, Vol. 18, No. 1, pp. 1-38.

<sup>111</sup> L'obiettivo di evitare opportunistiche condotte elusive potrebbe raggiungersi in due modi differenti: prevedere una sola definizione particolarmente estesa in quanto a campo di applicazione ovvero introdurre più previsioni definitorie variamente intrecciate fra loro. Il percorso intrapreso a livello internazionale parrebbe essere il secondo. Che quest'ultimo possa essere più efficiente lo dimostrano alcune ricerche; per esempio, cfr. M. GOETTSCHE – F. HABERMANN – F. SCHIEMANN – T. SPANDEL, *Materiality Indications as a Double-Edged Sword: Real Effects of Sustainability Disclosure Standards*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4324667>. Gli autori, tra l'altro, concludono provando che aderire a certe definizioni, anche se generali, di materialità – in questo caso adottate dalla SASB – comporta una sostanziale indifferenza verso quanto non sia etichettato specificatamente come materiale. Il rischio è, quindi, prediligere soltanto certe informazioni e trascurarne altre, nonostante queste ultime possano comunque considerarsi attinenti alle tematiche ESG.

<sup>112</sup> Per esempio, S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, in D.C. ESTY – T. CORT (a cura di), in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020, p. 29: “while some bemoan the lack of standardization in frameworks and the consequent leeway in the measurement of sustainability performance, the diversity in investor goals and the shroud of incomplete information underline the value of diverse approaches and experimentation to capturing value through security selection. Adaptability and evolution of frameworks and composite indexes of sustainability is essential because the collective understanding of sustainability remains in flux. Investor

definitivo e radicale, se non intensamente calibrato e studiato, metterebbe a repentaglio il delicato temperamento fra esigenze antitetiche.

È bene tracciare qualche osservazione conclusiva sul punto. La disomogeneità definitoria delle informazioni sulla sostenibilità non per necessità deve considerarsi un punto di debolezza.

In primo luogo, ipotizzare eventuali elenchi rischierebbe seriamente di non accogliere le pretese di quegli investitori sostenibili, sempre più numerosi nei mercati finanziari, per cui le informazioni ESG assumono un primario rilievo<sup>113</sup>.

In secondo luogo, gli scopi, *supra* accennati, prefissati dalle due discipline per cui la nozione di significatività ha un carattere centrale – *i. e.* obbligo di divulgazione e divieto di abuso delle informazioni privilegiate – rischiano di essere inosservati in caso di definizioni *under-inclusive* causando, così, eventuali condotte elusive.

In terzo luogo, l'incertezza definitoria trova la sua ragione d'essere, in particolare, nell'*effettiva* varietà delle questioni di sostenibilità: introdurre una precisa definizione rischierebbe di avvicinarsi agli interessi soltanto di *certe* categorie di investitori<sup>114</sup>.

In quarto luogo, è la stessa disciplina giuridica dei mercati finanziari a non essere nuova a concetti normativi forse incerti e indeterminati, ma non per questo meno necessari; la realtà che tale settore del diritto pretende di regolare è estremamente complessa ma, soprattutto, dinamica e in evoluzione: nozioni non particolarmente analitiche, anche se possono creare qualche incertezza esegetica, sono comunque fondamentali per un adattamento della regolamentazione alle evoluzioni nei mercati<sup>115</sup>.

Infine, ricordare la varietà delle informazioni sulla sostenibilità permetterà di comprendere alcune differenze di trattamento: non è detto, in altre parole, che *tutte* le informazioni ESG siano idonee ad essere significative. In conclusione, un'eventuale definizione dai limitati

---

motivations are sufficiently diverse that there remain important roles both for simplified, consistent frameworks and also for in-depth, arcane, and hard-to-interpret information”.

<sup>113</sup> Sul sorgere di tale nuova classe di investitori (i cd. *socially responsible investor*), v. *infra*, Capitolo Primo, §3.1.2.

<sup>114</sup> Nel corso del presente lavoro si noterà che non soltanto gli investitori in genere sono straordinariamente variegati fra loro – causando questo, tra l'altro, insicurezze esegetiche in ordine alla clausola dell'investitore ragionevole (v. *infra*, Capitolo Secondo, §1.1. ss.) –, ma anche che gli stessi investitori sostenibili sono caratterizzati da un'estrema disomogeneità negli interessi. Si pensi a chi, per esempio, potrebbe essere maggiormente coinvolto da questioni ambientali rispetto a quelle sociali, o viceversa; in proposito, v. *infra*, Capitolo Primo, §3.1.2 e §3.2.

<sup>115</sup> D'altronde, è la stessa nozione di informazione privilegiata ad essere esempio paradigmatico di concetti che, pur incerti e bisognosi di studio intenso, sono necessari per garantire l'adattamento della disciplina giuridica alle evoluzioni in atto.

confini applicativi rischierebbe di risultare inefficiente, là dove si intenda per efficienza la capacità di uno strumento di adempiere ai propri fini.

L'analisi compiuta nella presente sezione è fondamentale per comprendere lo studio della (eventuale) significatività delle informazioni sulla sostenibilità.

Lo studio ha certo mostrato una parziale assenza di sicurezza in termini definitivi, situazione che, comunque, non può diventare preteso ostacolo allo studio di un'ulteriore questione, addirittura antecedente in senso logico al discorso appena delineato.

Il quesito è semplice, ma un'eventuale soluzione risulta essere terribilmente complessa: le informazioni ESG – comunque definite ed individuate – *possono* essere *material*? E se la risposta fosse affermativa, *in che modo* questo accadrebbe?

## §2.2. La Efficient Capital Market Hypothesis: la tradizione a confronto con la novità

La *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) si dimostra ormai da decenni vera e propria architrave di svariati modelli economici, nonché della branca del diritto dei mercati finanziari. Raramente vi sono state teorie economiche tanto influenti, capaci di resistere nel tempo alle più sferzanti e ragionevoli critiche sollevate da più parti nell'ambito di disparati saperi<sup>116</sup>. Tuttavia, è evidente la sua straordinaria capacità di essere tutt'oggi viva, vigorosa, e tutt'altro che decaduta, e questo nonostante le numerosissime evidenze empiriche che ne dimostrerebbero in qualche modo l'inattendibilità<sup>117</sup>.

Della teoria, tradizionalmente, esistono tre differenti versioni, ognuna delle quali rappresentativa di differenti forme di efficienza del mercato: la versione debole, la versione semi-forte e, in perfetta logica crescente, la versione forte<sup>118</sup>.

La versione debole (*weak version*)<sup>119</sup> dell'ipotesi assume che i prezzi attuali degli strumenti finanziari siano in grado di incorporare esclusivamente le informazioni relative allo storico degli scambi, mostrando quindi un primo – ma ancora minimo – livello di efficienza informativa.

---

<sup>116</sup> Cfr. M. RUBINSTEIN, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in *Financial Analysts Journal*, 2001, Vol. 57, No. 3, pp. 15-29. In particolare, l'autore (p. 15) già nel 2001 notava che “[t]he weight of paper in academic journals supporting anomalies is now much heavier than the evidence to the contrary”.

<sup>117</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Markets Efficiency: Is There a Dialogue? A Preliminary Reflection on Regulation 596/2014/EU*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, Vol. 5, pp. 280-308. In particolare, l'autore (p. 288) afferma che “as of today, and notwithstanding articulated debates, ECMH is still the most respected approach to describing the functioning of financial markets”.

<sup>118</sup> Cfr. E. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.

<sup>119</sup> *Ibidem*, pp. 390 ss.

La versione semi-forte (*semi-strong version*)<sup>120</sup>, la quale assume che i prezzi degli strumenti finanziari riflettano, in generale, qualsiasi informazione disponibile sul mercato. Riferendosi alla totalità delle informazioni pubbliche tale variante della teoria include, allora, anche quelle contenute nella serie storica dei prezzi. Il prezzo di mercato, in altre parole, corrisponderebbe, grazie ad una reazione dello stesso di fronte alle informazioni rilasciate che si riferiscano o al rendimento o al rischio.

Infine, Fama individua la versione di maggior efficienza informativa possibile nella variante forte (*strong version*)<sup>121</sup>. Questa ipotizza la capacità dei prezzi di riverberare un ulteriore gruppo di informazioni, che si aggiunge a quelle già contemplate dalle precedenti versioni, informazioni, cioè, esistenti in qualsiasi forma, anche se non ancora oggetto di una precisa divulgazione al mercato. Si considerano in altre parole anche le informazioni propriamente privilegiate.

La teoria ha nel corso degli anni, come già accennato, subito profonde critiche da parte della letteratura. Si è notato in particolare che la tale impostazione non sarebbe in grado di spiegare il reale funzionamento del mercato, assumendo come premesse concetti utopici e ponendosi come obiettivi istanze velleitarie.

I giudizi negativi sono stati sollevati segnatamente dalla finanza comportamentale (cd. *behavioral finance*) i cui studi, ormai straordinariamente ingenti ed evoluti, hanno mostrato che i mercati non raramente si muovono sulla base di una scriteriata irrazionalità<sup>122</sup>.

Crisi finanziarie dovute a bolle speculative<sup>123</sup>, confusioni linguistiche ai limiti della parodia<sup>124</sup>, reazioni del mercato ad informazioni assolutamente non nuove<sup>125</sup>, incapacità quanto meno temporanea degli attori razionali di “aggiustare” i prezzi di mercato<sup>126</sup>,

---

<sup>120</sup> *Ibidem*, pp. 405 ss.

<sup>121</sup> *Ibidem*, pp. 410 ss. L'autore afferma (p. 410) “[w]e would not, of course, expect this model to be an exact description of reality”.

<sup>122</sup> Cfr. J.M. KEYNES, *The general theory of employment, interest and money*, New York, Harcourt Brace, 1936. L'autore afferma (p. 161): “[m]ost, probably, of our decisions to do something positive [...] can only be taken as a result of animal spirits – of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities”.

<sup>123</sup> Basti pensare alla crisi finanziaria del 2008 o quella tecnologica degli inizi anni Duemila. Cfr. E. OFEK – M. RICHARDSON, *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, in *Journal of Finance*, 2003, Vol. 53, No. 3, pp. 1113-138.

<sup>124</sup> Cfr. D.C. LANGEVOORT, *Taming the Animal Spirits of the Stock Market: a Behavioral Approach to Securities Regulation*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, Vol. 97, No. 1, pp. 135-88. L'autore (p. 144) ricorda una confusione del mercato tra Massmutual Corporate Investors (MCI) e MCI Communication che comportò un mutamento dei prezzi assolutamente inconsapevole.

<sup>125</sup> *Ibidem*, p. 142.

<sup>126</sup> *Ibidem*, pp. 157 ss.

oclocrazia dei mercati<sup>127</sup> hanno indotto qualcuno a sostenere addirittura teorie antitetiche, come la “Irrational Capital Market Theory”<sup>128</sup> o la “Irrational Exuberance”<sup>129</sup>.

Al di là di questi dibattiti – che sembrano talvolta confondere l’efficienza informativa con quella valutativa o allocativa –, ai nostri fini assume rilevanza comprendere se la normativa statunitense ed europea abbiano effettivamente assunto a premessa la ECMH. In caso di risposta affermativa – senza che sia *pertanto* necessario, per quanto qui di interesse, indagare sulla reale attendibilità della teoria – sorgerebbe allora l’inevitabile conseguenza: perché una certa informazione, per esempio ESG, possa essere considerata materiale sarebbe allora indispensabile verificare la sua adattabilità a tale costruzione teorica.

Nell’ordinamento statunitense la risposta pare del tutto evidente. L’assunzione della teoria quale premessa del diritto dei mercati finanziari è attestata in particolare dall’esistenza della “fraud-on-the market theory” (FOTM).

Nella già citata pronuncia *Basic*<sup>130</sup> la Corte Suprema si pone come obiettivo quello di facilitare l’accesso alla tutela giudiziaria delle posizioni giuridiche facilitando l’onere della prova imposto agli attori. Viene quindi presunta l’esistenza di un legittimo affidamento sul meccanismo di formazione dei prezzi (cd. *price discovery*) in capo agli investitori, affidamento che viene violato da divulgazioni di informazioni “false or misleading” da parte dell’emittente. “In a open and developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company”<sup>131</sup>: tale palese accoglimento della teoria non lascia adito ad alcun tipo di dubbio, seppur minimo.

In altre parole, tale dottrina si poggia su una doppia ed interdipendente presunzione. Si

---

<sup>127</sup> Cfr. P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull’evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2022, fasc. 4, pp. 539-84. L’autrice (p. 553) definisce gli strumenti tecnologici nel mercato “strumenti di oclocrazia”. Basti pensare alla vicenda Gamestop, analizzata in S.C. LONG – B.M. LUCEY – L. YAROVAYA – Y. XIE, *I Just Like the Stock*: the Role of Reddit Sentiment in the GameStop Share Rally, in *Financial Review*, 2022, Vol. 58, No. 1, pp. 19-37.

<sup>128</sup> Cfr. D.C. LANGEVOORT, *Taming the Animal Spirits of the Stock Market: a Behavioral Approach to Securities Regulation*, cit. alla nota 124. Una concezione intermedia, che combini il modello neoclassico con la finanza comportamentale, è stata suggerita da A.W. LO, *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1702447>.

<sup>129</sup> R.J. SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000, pp. 312. L’autore, Premio Nobel per l’economia nel 2013, è unanimemente considerato come uno dei padri fondatori della finanza comportamentale. Per un orientamento sostenente che gli studi della finanza comportamentale non abbiano un ruolo determinante nei meccanismi di formazione dei prezzi, cfr. R.J. GILSON – R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, Vol. 28, pp. 715-42.

<sup>130</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §1.1.

<sup>131</sup> *Basic Inc. V. Levinson*, cit. alla nota 25, 241.

presume che gli investitori abbiano fatto affidamento sui prezzi del mercato e, a monte, si presume che questi ultimi incorporino tutte quante le informazioni materiali. Eventuali comportamenti fraudolenti degli emittenti vengono qualificati come illeciti proprio perché intaccherebbero la naturale e spontanea sinonimia tra valore fondamentale – così come determinato dall’interazione della domanda e dell’offerta – e prezzi di mercato<sup>132</sup>.

Nel contesto europeo una tale chiarezza non è manifesta, ma paiono comunque piuttosto trasparenti i riferimenti impliciti alla ECMH.

Oltre ad espliciti richiami al concetto di efficienza del mercato<sup>133</sup>, l’obbligo imposto *ex art.* 17 MAR di divulgazione “quanto prima possibile” delle informazioni privilegiate che grava sugli emittenti è sicuramente uno degli esempi più lampanti. Non si comprenderebbe il motivo di tale imposizione se non si credesse che, una volta rese pubbliche, tali informazioni fossero in grado di avvicinare il prezzo di mercato al valore fondamentale come *supra* inteso. L’estensione della nozione di informazione privilegiata operata dal MAR<sup>134</sup> rappresenta l’ennesima conferma di adesione alla ECMH: l’art. 7 paragrafo 3 cristallizza oggi che anche le tappe intermedie in un processo prolungato sono qualificabili quali informazioni privilegiate in presenza dei quattro requisiti<sup>135</sup>.

La disciplina specifica degli abusi di mercato permette di raggiungere la medesima

---

<sup>132</sup> Cfr. R.A. BOOTH, *The Two Faces of Materiality*, cit. alla nota 2. L’autore (nota 38) richiama quanto detto dalla giurisprudenza, ricordando che sia una “pivotal assumption underlying the fraud-on-the-market theory” l’idea che “material deception influences market prices and thereby affects even traders who never read or hear of the deception”.

<sup>133</sup> Si pensi al considerando n. 2 e all’art. 13.

<sup>134</sup> Tale estensione comunque è meramente formale, recependo quanto già statuito in CGUE, sent. 28 giugno 2012, cit. alla nota 44. La pronuncia presenta un carattere innovativo rispetto a quegli ordinamenti, come quello italiano, che avevano adottato un’interpretazione restrittiva dell’informazione privilegiata ai fini della *disclosure*. Per esempio, F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento Market Abuse*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 1, p. 178, nota 10: “è stata proprio questa tensione [tra i differenti scopi di *disclosure* e di *insider trading*] a portare la Consob a rimarcare, nella disciplina previgente, la distinzione tra informazione privilegiata ai fini della *disclosure* e del divieto di abuso di informazioni privilegiate”. Si può affermare che tale metodo interpretativo ora accennato – adottato anche dalla Consob nel vigore della disciplina previgente al MAR – si basasse su un intreccio di due argomenti: un argomento di incostanza terminologica (appartenente alla famiglia dell’argomentazione sistematica) ed uno di tipo teleologico. Da una parte, infatti, si affermava che la *medesima* definizione dovesse essere intesa in modo *differente* a seconda del contesto; dall’altra, si sosteneva la diversità di interpretazione sulla base dello scopo delle due distinte discipline.

<sup>135</sup> Per una trattazione delle tappe intermedie nelle fattispecie complesse e della correlata opportunità di introdurre due nozioni distinte di informazione privilegiata, cfr. C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, cit. alla nota 65, pp. 791 ss. In particolare, viene affermato (p. 795): “to express this concept with Fama [di considerare l’obbligo di divulgazione anche quale prevenzione all’abuso di informazioni privilegiate], it would be (almost) impossible to beat the market taking advantage of insider corporate information: not because informational efficiency is increased, but because corporate information should always be, in principle, public information”.

conclusione.

In particolare<sup>136</sup>, il divieto di manipolazione di mercato – sancito in particolare *ex art.* 15 MAR<sup>137</sup> – si basa proprio sull’assunto che le condotte rientranti nel relativo campo di applicazione conducano ad una distorsione dei prezzi di strumenti finanziari, per nulla così vicini al valore fondamentale e del tutto slegati dalle reali prospettive dell’emittente considerato.

Per quanto esista un orientamento che dubiti fortemente che il legislatore dell’Unione Europea abbia assunto la ECMH quale premessa fondante della propria architettura giuridica<sup>138</sup>, si concorda qui con l’interpretazione opposta, nella convinzione che i riferimenti – appena accennati – impliciti ed espliciti alla teoria siano del tutto evidenti.

Proprio in ragione di questo, per quanto profondamente criticata da più parti, sarebbe del tutto controproducente abbandonare *in toto* la ECMH in favore di altre soluzioni. Le ragioni sono almeno di due ordini. Da un lato, “EU market abuse legislation clearly, and openly, uses efficient markets theory as its value system and reference”<sup>139</sup>, dall’altro “effectively provides [...] a strong gateway for enhancing levels of market integrity, and investor confidence”<sup>140</sup>.

In conclusione, sia l’ordinamento statunitense che quello europeo sembrano aver aderito alla

---

<sup>136</sup> L’abuso di informazioni privilegiate si trova in posizione piuttosto ambigua da questo punto di vista. Non si intende ripercorrere tutto il dibattito esistente sull’opportunità di vietare l’*insider trading*, limitandosi qui a ricordare che la sua *ratio* viene per lo più individuata nell’ingiustizia del profitto conseguito esclusivamente grazie alla posizione ricoperta all’interno dell’emittente. Questo ormai consolidato orientamento è recentemente richiamato in M.W. KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, cit. alla nota 38, pp. 112 ss. Per una disamina degli argomenti che tradizionalmente vengono invocati per giustificare il divieto di *insider trading*, cfr. R.W. MCGEE, *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory*, in *Journal of Business Ethics*, 2010, Vol. 91, No. 1, pp. 65-82.

<sup>137</sup> Si ricordi, poi, che l’art. 15 MAR è arricchito da svariate fonti: l’art. 12 MAR illustra le condotte oggetto del divieto di manipolazione di mercato; l’Allegato I del MAR introduce degli indicatori di manipolazioni; infine, la Commissione ha il potere – *ex art.* 12 paragrafo 5 MAR – di specificare tali ultimi indicatori adottando atti delegati “al fine di chiarirne gli elementi e tener conto degli sviluppi tecnici sui mercati finanziari”. La Commissione ha esercitato tale potere con l’emanazione del Regolamento Delegato (UE) 2016/522. In particolare, l’art. 4, rubricato “indicatori di manipolazioni” rinvia ad allegati del regolamento medesimo che dettagliano ulteriormente quanto statuito nell’Allegato I del MAR. Il primo paragrafo di tale articolo rimanda all’Allegato II sezione I per quegli indicatori “consistenti nel fornire indicazione false o fuorvianti e nel fissare i prezzi”; nel secondo paragrafo si rimanda, invece, all’Allegato II sezione 2 per quegli indicatori “consistenti nell’utilizzazione di strumenti fittizi o di altri tipi di inganno o espediente”.

<sup>138</sup> L’orientamento è sostenuto in P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 89, pp. 287 ss. Gli autori poggiano i propri dubbi sull’esistenza del considerando n. 15 MAR e sull’incertezza che sia in generale possibile trasportare una teoria economica in una compiuta disciplina giuridica.

<sup>139</sup> F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Markets Efficiency: Is There a Dialogue? A Preliminary Reflection on Regulation 596/2014/EU*, cit. alla nota 117, p. 309.

<sup>140</sup> *Ibidem*, avvalorando la propria tesi con l’indicazione di specifici studi empirici alla nota 36.

ECMH nella regolazione dei mercati finanziari. Questa deduzione non può che essere la premessa di un ragionamento ancora più articolato e complesso che si è appena cominciato a svolgere.

L'esigenza ora avvertita è quindi quella di comprendere se le informazioni ESG appaiano rilevanti ai fini dell'efficienza informativa del mercato. In altre parole, è necessario valutare se, una volta divulgate al pubblico, tali informazioni permettano uno spostamento dei prezzi tale da riverberare sia l'effettivo andamento dell'emittente sia le sue effettive prospettive.

La questione costringe a compiere un passo ulteriore. Se la ECMH è la premessa adottata, allora emerge l'urgenza di analizzare – con un'attenzione specifica alle informazioni ESG – i concetti che ne stanno alla base.

### §2.3. *Il valore fondamentale: la teoria neoclassica applicata alle informazioni ESG*

#### §2.3.1. *Il valore fondamentale e l'impatto delle informazioni ESG sui flussi di cassa futuri*

Affrontare il tema delle informazioni ESG e della loro (eventuale) materialità comporta anche l'esame delle assunzioni poste a premessa della ECMH. Risulta, infatti, di indispensabile importanza comprendere anche da questa prospettiva il panorama teorico ancora oggi presente nei maggiori sistemi economico-normativi – in particolare in quello statunitense e in quello dell'Unione Europea – inserendo poi, all'interno di parametri ormai assunti, le “nuove” informazioni ESG.

Si ritiene – anche se non univocamente – che il modello economico in questione premetta l'esistenza nei mercati di attori per lo più razionali<sup>141</sup>, orientati in particolare alla massimizzazione dei propri profitti<sup>142</sup>, da un lato, e influenzati esclusivamente dalle informazioni concernenti il cd. valore fondamentale degli strumenti finanziari dall'altro. Quanto risulti essere estraneo a questi due interessi rimane fuori dal patrimonio conoscitivo su cui vengono fondate le decisioni di investimento.

Il valore fondamentale di uno strumento finanziario, nella teoria classica, è inteso come

---

<sup>141</sup> Là dove per “razionalità” si intende un soggetto che basa le proprie decisioni di investimento su informazioni che siano “consistent, free of contradictions, transitive, and invariant”: R. VEIL –M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, in *European Company and Financial Law Review*, Vol. 19, No. 3, 2022, p. 495. Si ricordi, tuttavia, che la letteratura non è univoca nel ritenere che la ECMH abbia assunto a premessa la razionalità degli operatori di mercato, sostenendo, infatti, che a ragionare in questo modo si confonde l'efficienza informativa con le differenti forme di efficienza valutativa o allocativa.

<sup>142</sup> Cfr. E. FAMA – K. FRENCH, *Disagreement, tastes, and asset prices*, in *Journal of Finance*, 2007, Vol. 83, pp. 667-68.

“grandezza risultante dalla combinazione tra un “rendimento” (=sommatoria dei flussi finanziari futuri di cui l’investitore potrà beneficiare in ragione del suo investimento nell’emittente) e il correlativo “rischio” (=attualizzazione di quella sommatoria sulla base di un tasso di interesse che tenga conto della probabilità di scostamento dei risultati effettivi dell’emittente da quel livello di rendimento)”<sup>143</sup>.

Il primo elemento (il cd. *future cash flow*) è strettamente legato ai futuri – ed eventuali – rendimenti dell’emittente considerato, mentre il cd. *discount factor* è rappresentativo di quali e quante siano le aspettative degli investitori e, quindi, del costo del capitale.

A specificare questa combinazione, acquisisce assoluta rilevanza la *capital asset pricing model* (CAPM)<sup>144</sup>, secondo cui il cd. *beta*, in quanto misurazione della volatilità relativa, sarebbe in grado di rappresentare il rischio relativo di un investimento e, pertanto, i suoi rendimenti attesi<sup>145</sup>. In particolare, esprimerebbe il cambiamento in percentuale del rendimento di un singolo strumento finanziario in relazione al cambiamento – sempre in percentuale – del rendimento del portafoglio<sup>146</sup>.

Se l’obiettivo generale del mercato dei capitali è quello di allocare in modo efficiente le risorse da unità in *surplus* ad unità in *deficit*, le informazioni concernenti il valore fondamentale naturalmente fungono da assoluto *discrimen* tra quanto debba essere preso in considerazione nelle decisioni di investimento e quanto, invece, debba essere trascurato.

Le critiche a questo modello teorico non sono affatto poche. L’intrecciarsi della ECMH, della perfetta razionalità degli attori economici sul mercato e del loro esclusivo obiettivo di massimizzazione dei profitti porgono facilmente il fianco a numerosissimi dubbi, molti dei quali paiono non perfettamente ribattuti. Tuttavia, non per questo il sistema generale ne sembra, alla prova dei fatti, in qualche modo indebolito.

---

<sup>143</sup> M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2017, fasc. 6, p. 913, nota 13.

<sup>144</sup> Esistono, tuttavia, anche ulteriori modelli di calcolo del costo del capitale. Basti qui nominare the *arbitrage pricing theory* (APT) o il cd. *Fama-French multifactor model*. Si rimanda, per una esaustiva spiegazione, a R. BREALEY – S. MYERS – F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill Education, 2019, Tredicesima Edizione, p. 232 e pp. 213 ss.

<sup>145</sup> È sufficiente ai nostri fini un tale generale inquadramento. Tuttavia, per un maggior dettaglio si suggerisce il quadro delineato in T. KOLLER – M. GOEDHART – D. WESSELS, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Corporations*, Hoboken, John Wiley & Sons Inc, 2015, Sesta edizione, pp. 283 ss.

<sup>146</sup> Cfr. P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 89, pp. 271 ss. Gli autori ricordano (p. 271) come si calcoli beta, moltiplicando, cioè, lo standard di volatilità del singolo strumento finanziario per la correlazione di quest’ultimo al portafoglio di mercato, e dividendo il tutto per lo *standard* di volatilità dell’intero portafoglio. Trascritto in formule matematiche, il relativo calcolo sarebbe:  $\beta_i = (SD(R_i) \times Corr(R_i, RMkt)) / SD(RMkt)$ , dove SD sta per lo standard di deviazione e Corr per correlazione.

Proprio per questa ragione, invece di analizzare i dubbi e le critiche, risulta proficuo assumere per corretta tale impostazione teorica, tentando, così, di verificare se i fattori ESG siano capaci di influire sul valore fondamentale degli strumenti finanziari. È necessario, in altre parole, verificare se questo tipo di informazioni sia in grado di influire alternativamente sul rendimento ovvero sul *discount factor*<sup>147</sup>.

Iniziando naturalmente dall'eventuale impatto sui futuri rendimenti, la prospettiva da adottare è quella a lungo termine. Un emittente che manifesti un'attenzione maggiore a questioni di sostenibilità *lato sensu* presenta un vantaggio concorrenziale che nel lungo periodo facilmente potrebbe consentirgli di divenire destinatario di più consistenti rendimenti nel proprio settore.

Il profilo maggiormente in discussione a tale riguardo è sicuramente quello attinente al rischio, che, come noto, si distingue in quello non sistemico (cd. *unsystematic risk*) e quello sistemico (cd. *systematic risk*)<sup>148</sup>. Come appare intuitivo dalla mera denominazione adottata, le due tipologie si distinguono rispetto sia al loro significato sia alle soluzioni che possono individuarsi per un loro superamento o quanto meno una loro attenuazione.

Il primo – il rischio non sistemico – fa riferimento all'alea intrinsecamente caratterizzante il singolo emittente, che presenta quelle proprie e specifiche peculiarità, dalle più generali (quale potrebbe essere il settore industriale in cui opera) a quelle tipicamente individuali (per esempio la composizione del consiglio di amministrazione o la presenza in generale di personalità di particolare spicco e rilievo)<sup>149</sup>. La soluzione per attenuare le conseguenze del rischio non sistemico – naturalmente ontologico nel mondo dei mercati e degli investimenti – parrebbe essere quello della diversificazione<sup>150</sup>. In questo modo, sarebbe possibile compensare gli eventuali rendimenti negativi di strumenti finanziari emessi da quei soggetti

---

<sup>147</sup> È importante sottolineare come un conto sia investigare dell'impatto dei fattori ESG sul valore fondamentale, un conto sarebbe invece tentare di individuare un nesso tra valore di scambio e reazione dei mercati. Rispetto a tale tema, non sembra comunque esserci dissenso: parrebbe evidente una correlazione più che favorevole tra un profilo ESG positivo, da un lato, e il valore di scambio dall'altro; cfr. G. FRIEDE – T. BUSCH - A. BASSEN, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies*, in *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2015, Vol. 5, No. 4, pp. 210-33. Gli autori (p. 127) concludono affermando che investimenti responsabili e a lungo termine “should be important for all kinds of rational investors”. Tuttavia, è importante ricordare che, se la prospettiva adottata è quella cd. *inside-out* – i.e. propendere per investimenti sostenibili senza tener conto dei risultati finanziari –, allora la correlazione potrebbe non risultare così evidente ed immediata.

<sup>148</sup> M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, in *Washington Law Review*, 2020, Vol. 95, No. 1, p. 17.

<sup>149</sup> Proprio per tale ragione, il rischio non sistemico viene anche indicato come *firm-specific risk*.

<sup>150</sup> Sulla cd. *portfolio theory*, cfr. H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *The Journal of Finance*, 1952, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

che presentino un rischio non sistemico maggiore.

Il secondo - il rischio sistemico – inquadra invece quelle avversità che interessano *in toto* il mercato e l'intera economia. Risulta evidente che di fronte a tale situazione nulla possa risolvere il principio di diversificazione, che appare assolutamente inefficace: “[t]o the extent systemic risk affects markets, however, it is positively correlated with the markets and cannot be diversified away”<sup>151</sup>.

I fattori ESG – o, quanto meno, sicuramente alcuni di essi<sup>152</sup> – sono rappresentativi di questo secondo tipo di rischio, che non pare affliggere esclusivamente gli investitori ma anche gli stessi emittenti. Quest’ultimi, in particolare, possono affrontare tale rischio esclusivamente modificando il proprio profilo ed incrementando la propria forza competitiva rispetto al lungo periodo<sup>153</sup>.

Ormai numerose sono le ricerche che dimostrano come il rischio associato al cambiamento climatico – forse il rischio sistemico per antonomasia - sia in grado di impattare in modo più o meno intenso sulla *performance* finanziaria degli emittenti dei mercati dei capitali.

I sempre più numerosi disastri ambientali<sup>154</sup> che affliggono in modo purtroppo ormai costante le più disparate porzioni del nostro pianeta mostrano come i fattori climatici, per lo più incontrollabili almeno in una prospettiva *ex post*, siano perfettamente idonei ad influire sui risultati economici di un’ampia gamma di settori industriali<sup>155</sup>.

---

<sup>151</sup> S.L. SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in *Georgetown Law Journal*, 2008, Vol. 97, p. 200.

<sup>152</sup> Come accennato ora nel testo, non è certo sicuro che *tutti* i fattori ESG siano rappresentativi di rischi sistemici. Per esempio, come appena *infra* verrà approfondito, sicuramente questo è il caso dei fattori ambientali. Dubbi, tuttavia, potrebbero sorgere su quanto possa essere rischio sistemico, per esempio, lo sfruttamento del lavoro in specifiche regioni del globo.

<sup>153</sup> Proprio in relazione ad una prospettiva a medio-lungo termine, per esempio H. V. VIZCARRA, *Reasonable Investors’ Growing Awareness of Climate Risk and Its Impact on U.S. Corporate Disclosure Law*, in D. ESTY – T. CORT (a cura di), *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, cit. alla nota 112, p. 188 in cui si legge: “while investors may not make decisions based on how well companies on future scenario projections alone, they might make decisions based on how well companies are prepared to adjust to possible futures and whether companies make a good faith effort to grapple with plausible scenarios”.

<sup>154</sup> L’aumento di disastri ambientali causato dalle attività umane è, in genere, uno dei motori principali per la predisposizione di discipline più o meno vincolanti. Basti qui ricordare che la sensibilità ai temi ambientali – la cui origine, almeno nel diritto internazionale, viene solitamente individuata nella Conferenza delle Nazioni Unite di Stoccolma del 1972 sull’Ambiente Umano – è nata piuttosto recentemente rispetto a quella per le questioni sociali e di *governance*. Col tempo, tuttavia, e proprio a causa delle evidenze planetarie, la tematica ambientale è divenuta l’esigenza che ha acquisito maggiore importanza anche tra gli investitori.

<sup>155</sup> Il rischio sistemico, e segnatamente quello climatico, è tipicamente un’alea che interessa una finestra temporale più lunga. L’impatto di tale fattore sull’andamento finanziario dell’emittente è quindi protratto nel tempo, non mostrando le proprie conseguenze - potenziali o effettive che siano - in periodi immediati. L’elemento temporale è recentemente evidenziato in C. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere ‘Puffery’?*, in *Ecology Law Quarterly*, 2019, Vol. 45, No. 4, pp. 718 ss.

L'aumento incontrollato – anche se non del tutto incontrollabile *ex ante* – delle temperature, per esempio, è stato studiato per capirne l'impatto sui rendimenti degli emittenti attraverso una ricerca che potesse abbracciare differenti settori industriali con l'obiettivo di ricavarne una panoramica complessiva<sup>156</sup>. È stato osservato come in più del 40% delle industrie i profitti siano direttamente impattati dal complesso fenomeno oggi in corso, mostrando l'inevitabile implicazione su uno dei due fattori rilevanti per la determinazione del valore fondamentale<sup>157</sup>.

Ad ulteriore sostegno di queste considerazioni, alcuni autori hanno sottolineato un crescente attivismo degli investitori istituzionali – tradizionalmente poco inclini a tentativi di influenza sulla gestione societaria<sup>158</sup> – che, non potendo il più delle volte esercitare i propri diritti di *exit* per esprimere dissenso<sup>159</sup>, paiono sempre più interessati ad un costante monitoraggio del profilo ESG negli emittenti destinatari dei loro investimenti. Addirittura, questa tendenza sembra riscontrarsi anche in quei settori industriali tradizionalmente interessati ad un'esclusiva creazione di *shareholder value*<sup>160</sup>.

Secondo una certa letteratura, tale interesse sarebbe proprio causato dalla acquisita consapevolezza della capacità di profili ESG positivi di attenuare l'esposizione ai rischi, anche sistemici, secondo una prospettiva *cd. outside-in*<sup>161</sup>.

---

<sup>156</sup> Cfr. J.M. ADDOUM – D.T. NG – A. ORTIZ-BOBEA, *Temperature Shocks and Industry Earnings News*, SSRN-Working Paper 2019, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3480695](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3480695).

<sup>157</sup> Per una conferma, e sempre in riferimento all'aspetto dell'aumento sensibile di temperature, cfr. N.M.C. PANKRATZ – R. BAUER – J. DERWALL, *Climate Change, Firm Performance, and Investor Surprises*, SSRN-Working Paper 2019, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3443146](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443146). Si potrebbe osservare che la soglia percentuale del 40% non sia ancora sufficiente per abbandonare *radicalmente* il principio di diversificazione come metodo per attenuare il rischio climatico. Rimane, tuttavia, ineliminabile almeno una sua attenuazione di efficacia. Il tutto al netto del fatto che futuri studi potrebbero dimostrare un aumento della percentuale di quegli emittenti oggetto delle conseguenze negative del rischio climatico o di altri rischi sistemici.

<sup>158</sup> Non a caso, la razionalità dell'investitore è stata spesso riferita agli investitori istituzionali, in particolare proprio per la loro tendenza alla passività rispetto alla gestione. Tale sinonimia viene ricordata in T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, in *Boston University Law Review*, 2015, Vol. 95, No. 2, pp. 460 ss.

<sup>159</sup> G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6, pp. 1105 ss. ricorda, infatti, che i gestori di *index funds*, essendo obbligati a rispettare una certa determinata strategia di investimento, prediligono i diritti di *voice*, il cui esercizio è sempre più orientato ad un incremento dei fattori ESG nelle dinamiche societarie. A dimostrazione, viene evidenziata, in particolare, la crescente adozione di *stewardship* e *proxy voting guidelines* in un generale contesto di *corporate guidelines*.

<sup>160</sup> Per esempio nel settore ferroviario, cfr. J.S. STRONG, *The evolution of activist investors in the U.S. railroad industry*, in *Research in transportation Economics*, 2022, Vol. 96.

<sup>161</sup> Cfr. J.C. COFFEE, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *European Corporate Governance Institute Law*, Working Paper No. 541/2020, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3678197](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3678197). La *cd. outside-in-perspective* è adottata da quegli investitori che prediligono investimenti sostenibili proprio per la loro capacità di ridurre il rischio del

Quanto appena illustrato trova finalmente conferma anche nelle parole del legislatore dell'Unione Europea che ha recentemente palesato la piena consapevolezza del rapporto tra questioni di sostenibilità – e climatiche in particolare –, da un lato, e rischi finanziari dall'altro. Il considerando n. 11 della Direttiva (UE) 2022/2464 ne è, forse, l'ultima irrefutabile dimostrazione, là dove, dopo aver ricordato il “notevole incremento della domanda di informazioni societarie sulla sostenibilità”, recita: “tale incremento è determinato dalla natura mutevole dei rischi a cui sono esposte le imprese e dalla crescente consapevolezza degli investitori riguardo alle implicazioni finanziarie di tali rischi. Ciò vale soprattutto per i rischi finanziari connessi al clima”<sup>162</sup>.

Avallò più autorevole non poteva trovarsi.

### §2.3.2. *Segue. L'impatto delle informazioni ESG sul costo del capitale*

Resta, ancora, da comprendere se, e nel caso quanto, i fattori ESG siano in grado di influire sul costo del capitale.

In primo luogo, ancora una volta può essere richiamato il rischio sistemico. In accordo alla CAPM precedentemente illustrata - secondo cui beta è la misura dell'esposizione di un'emittente al rischio sistemico - un tenue rischio sistemico comporta un costo del capitale inferiore<sup>163</sup>. Procedendo nel ragionamento, allora un basso rischio sistemico comporta un valore fondamentale maggiore per gli strumenti finanziari interessati.

Ma non è tutto. Al di là dell'aspetto appena accennato, non pochi sono gli studi che dimostrano come, in generale, un profilo positivo in termini di sostenibilità implichi un impatto più o meno diretto sul costo del capitale e quindi, in prospettiva, sul valore fondamentale.

In termini generali, è noto che il costo del capitale, e quindi l'accesso al mercato, varia a seconda di differenti fattori, risultando fortemente facilitato in caso di una diminuzione degli *agency problem* da un lato e di riduzione dell'asimmetria informativa dall'altro. Un impatto

---

portafoglio. Al contrario, la cd. *inside-out-perspective* è orientata all'inclusione di fattori ESG negli investimenti, indipendentemente dalle (o, comunque, senza tener conto in modo esclusivo delle) conseguenze in termini finanziari; cfr. M. GARGANTINI – M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability: ESG ratings and benchmarks in the European Union*, in *European Capital Markets Institute*, 2022, Working Paper No. 15, pp. 3 ss.

<sup>162</sup> Rischi talmente dirompenti che – ricordando il considerando n. 21 della medesima Direttiva – nemmeno le piccole e medie imprese ne sono ormai esenti.

<sup>163</sup> P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG*, cit. alla nota 89, p. 273.

su tale forma di costo, quindi, sussisterebbe in particolare quando le informazioni ESG possano influenzare l'uno o l'altro dei fattori <sup>164</sup>.

Per quanto qui interessa, studiando campioni variegati, diluiti nel tempo e pure numerosi da un punto di vista quantitativo, già in riferimento agli anni 1992-2007 si era notato come le imprese con un profilo CSR<sup>165</sup> positivo fossero proprio quelle che presentassero un costo del capitale minore rispetto alle concorrenti<sup>166</sup>.

Ad abbracciare un periodo temporale più vicino, i risultati tuttavia non paiono mutare eccessivamente, almeno con riguardo alla conclusione appena accennata.

Studiando un campione che va dal 2003 al 2017, questa volta con specifico riferimento ai fattori ESG, questi ultimi sono stati individuati quali elementi capaci di rassicurare il mercato a fronte dei rischi sostenuti dalle società<sup>167</sup>. In particolare, emittenti con profili ESG positivi sono associati ad un rischio minore ed un minor costo del capitale, mentre emittenti con profili ESG negativi sono costretti ad offrire rendimenti superiori per compensare l'alea maggiore. L'inevitabile conseguenza è dunque un evidente innalzamento del costo di attrazione degli investimenti per questi ultimi<sup>168</sup>.

---

<sup>164</sup> B. CHENG – I. IOANNOU – G. SERAFEIM, *Corporate Social Responsibility and Access to finance*, in *Strategic Management Journal*, 2011, Vol. 35, No.1, pp. 1-23. Assumendo la prospettiva delineata nel testo, gli autori affermano che emittenti con un profilo positivo in termini di CSR presentano un accesso al mercato facilitato, sia per una riduzione degli *agency cost* sia per una diminuzione delle asimmetrie informative.

<sup>165</sup> Prima ancora che la letteratura mondiale cominciasse ad occuparsi dei fattori ESG, l'interesse era comunque sorto e nel tempo cresciuto rispetto alla cd. *Corporate Social Responsibility* (CSR). Con tale espressione si esprime un più generale concetto per cui gli emittenti debbono tenere in attenta considerazione anche un più ampio *public good*, senza al contrario concentrarsi su una mera massimizzazione dei profitti. In prospettiva, quindi, i cd. ESG *issue* altro non sono che una particolare sottocategoria di informazioni. In altre parole, non vi è stata alcuna forma di sostituzione di concetti, quanto semplicemente una specificazione. La conseguenza è intuitiva: le numerose ed ampie ricerche degli anni passati sulla CSR ben possono anche riferirsi ad identiche questioni poste per le informazioni ESG.

<sup>166</sup> Cfr. S.E. GHOUL – O. GUEDHAMI – C.C.Y. KWOK – D.R. MISHRA, *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2011, Vol. 35, No. 9, pp. 2388-406. Nelle conclusioni, gli autori evidenziano come il loro scritto permetta di contribuire ad almeno due filoni di letteratura: il primo che cerca di mostrare come anche fattori CSR impattino in vario modo sul costo del capitale e, quindi, sul valore fondamentale; il secondo interessato a dare prova che tali fattori non si limitano ad avere un interesse meramente sociale, ma anche un interesse strettamente finanziario. Cfr. *Lettera di Laurence Fink ai CEO 2022*, in cui si afferma “ci concentriamo sulla sostenibilità non perché siamo ecologisti, ma perché siamo capitalisti e siamo legati da un rapporto fiduciario verso i nostri clienti”. L'intrecciarsi di interessi finanziari e non finanziari – che, insieme, contribuiscono ad incrementare l'importanza della sostenibilità – è approfondito da T.H. TROEGER – S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, Vol. 8, No. 1, pp. 1-50.

<sup>167</sup> Cfr. C.E. BANNIER – Y. BOFINGER – B. ROCK, *Doing Safe by Doing Good: ESG Investing and Corporate Social Responsibility in the U.S. and Europe*, in *Center for Financial Studies*, 2019, Working Paper Series No. 621, disponibile all'indirizzo: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/200161/1/1668853329.pdf>. Gli autori (p. 28) in modo evocativo affermano, in conclusione del proprio elaborato, “corporate social responsibility not only allows to “do safe by doing good” but also to (eventually) “do well by being safe””.

<sup>168</sup> Si intuisce allora facilmente la ragione per cui alcuni emittenti, pur in assenza di un sistema normativo che obblighi la divulgazione di certe informazioni, comunque ne sentano l'esigenza, quasi nella consapevolezza di

Le conclusioni appena richiamate sono confermate anche da studi ancora più recenti<sup>169</sup>.

È bene tuttavia ricordare che un consenso del tutto unanime a proposito dell'impatto dei fattori ESG su, alternativamente, il futuro rendimento o il rischio ad esso associato non è stato ancora raggiunto.

Questa è la ragione per cui taluno propone di adottare una posizione di tipico compromesso circa il rapporto tra informazione ESG e rilevanza ai fini del giudizio di materialità. Data la – non ancora – raggiunta certezza in merito, alcuni autori avvertono la necessità di distinguere tra quelle informazioni ESG capaci effettivamente di influenzare in qualche modo il valore fondamentale dell'emittente da quelle che, al contrario, risultano da questo punto di vista assolutamente trascurabili<sup>170</sup>.

Si argomenterebbe, in sintesi, per dissociazione<sup>171</sup>. All'interno di un insieme più ampio – le informazioni ESG – si individuerebbero così diverse sottocategorie con distinte conseguenze giuridiche con riferimento a quelle disposizioni che assumono come premessa proprio il valore fondamentale.

Un sistema normativo che, al contrario, prevedesse una totale omogeneità nella qualificazione di tali informazioni determinerebbe, secondo questa visione, un'indelebile incertezza giuridica con tutte le inevitabili conseguenze in termini di efficienza dei mercati. Tuttavia, anche chi adotta tale posizione intermedia – mediana tra chi sostiene, cioè, che le informazioni ESG siano *sempre* idonee ad avere un impatto sui prezzi e chi invece non le qualifica *mai* come *price-sensitive* – risulta poi perfettamente consapevole che “ESG issues will increasingly have a direct impact on corporate cash flows due to ongoing climate change and the greater internalization of externalities through environmental and socio-political

---

un circolo virtuoso in proposito. In particolare, cfr. D.S. DHALIWAL – O.Z. LI – A. TSANG – Y.G. YANG, *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*, in *The Accounting Review*, 2011, Vol. 86, No. 1, pp. 59-100. Le conclusioni raggiunte nello scritto sono particolarmente cristalline: le società con un costo del capitale elevato hanno di propria volontà cominciato forme di divulgazione, sperimentando quindi una facilitazione nell'accesso al mercato grazie in particolare ad ingenti investimenti da parte di investitori istituzionali.

<sup>169</sup> Per esempio, cfr. N. BUSSMANN – A. TANDA – E. P. YU, *Can ESG Shape Cost of Capital? A Bibliometric Review and Empirical Analysis Through ML*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4173890> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4173890>. Gli autori concludono (p. 10): “we find that key fundamental variables and country characteristics keep their important role in predicting cost of capital, but ESG factors are becoming more important and some features have a role relatively important in the prediction of cost of capital for large listed companies with respect to more “traditional” ones”.

<sup>170</sup> R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act* cit. alla nota 141, p. 510.

<sup>171</sup> L'identificazione dell'argomento della dissociazione è illustrata in R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, cit. alla nota 40, pp. 267 ss.

regulation”<sup>172</sup>.

Emerge anche l’ulteriore accortezza che, al di là di risultati empirici evidenti, un’attenzione maggiore ai fattori ESG possa essere lo strumento migliore in grado di ridurre le altrimenti drastiche conseguenze dei rischi sistemici. L’esigenza è avvertita in particolare per certi tipi di investitori quali i *passive index fund*<sup>173</sup> o comunque per quegli attori che agglomerano straordinarie risorse finanziarie<sup>174</sup>.

Senza qui seguire alle critiche rivolte alla teoria neoclassica là dove, in particolare, pone al centro delle proprie assunzioni il concetto di valore fondamentale – dando, quindi, per assodata e dimostrata la sua validità – comunque i fattori ESG dimostrano quanto meno di *poter* influire o sul fattore rendimento o sul fattore del rischio associato ad esso.

L’intenso dibattito che dilaga nella letteratura economica, e a riflettere in quella giuridica, è prova di un interesse sempre più capillare della questione, a sostegno almeno di un dubbio in proposito.

Un’ultima osservazione. Se vi è ancora qualche residua incertezza a proposito dell’impatto delle informazioni ESG sul valore fondamentale, pochi sono, al contrario, i dubbi su un crescente spostamento di interesse del pubblico di investitori verso investimenti sostenibili. Addirittura, tale *trend* è in grado di mettere seriamente in discussione – non tanto, però, da dimenticare *in toto* – il principio per cui chi investe sia interessato esclusivamente alla massimizzazione del valore degli strumenti finanziari detenuti.

### **§3. Se le informazioni ESG possono acquisire il carattere di materialità: una prospettiva empirica**

#### *§3.1. L’attenuazione di un credo: dalla massimizzazione dei profitti al bene pubblico*

---

<sup>172</sup> R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act* cit. alla nota 141, p. 510.

<sup>173</sup> Per esempio, P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG*, cit. alla nota 89, p. 275.

<sup>174</sup> La natura sistemica dei rischi derivanti in particolare dal cambiamento climatico incentiva gli investitori istituzionali a ridurre le esternalità negative con riferimento al portafoglio di investimenti considerato nel suo insieme. Se è vero che, come accennato, il rischio sistemico non può essere eliminato come quello non sistemico, rimane tuttavia che possa essere quanto meno attenuato, soprattutto se il termine di paragone non è il singolo investimento ma l’intero *market portfolio*; cfr. M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, cit. alla nota 148.

### §3.1.1. Dalla creazione di shareholder value all'interesse verso lo stakeholder value

Non è nuova la distinzione tra forme di capitalismo finanziario orientate ad una massimizzazione dei profitti, da una parte, e al perseguimento di obiettivi coinvolgenti una collettività più ampia rispetto alla semplice compagine societaria dall'altra.

Senza muoversi eccessivamente a ritroso nel tempo e limitando l'indagine agli ultimi vent'anni, già nel 2003 studi di economia del diritto richiamavano alcune differenze ritenute tipiche tra un modello anglosassone – diffuso quindi in territorio statunitense ed inglese – ed un modello renano – per lo più caratterizzante le società tedesche ed in parte quelle francesi<sup>175</sup>.

In particolare, con riferimento agli obiettivi della gestione societaria<sup>176</sup>, si sottolineava che il fine del modello anglosassone consistesse nella massimizzazione dello *shareholder value*, inteso come valore per gli azionisti di ciascuna società. Al contrario, il modello renano pareva essere orientato in misura maggiore ad interessi propri di masse più numerose e soprattutto variegata della società civile, informandosi allo scopo principe di creazione di uno *stakeholder value*<sup>177</sup>.

Da una parte, il giudizio sull'operato dell'amministrazione dipende dai risultati immediatamente valutabili, con una concentrazione prevalente a prospettive temporali di breve termine<sup>178</sup>. Da questa parte della Manica, invece, l'amministrazione – in quanto orientata a obiettivi i cui destinatari sono più numerosi – tende a orientarsi verso obiettivi di medio o lungo termine<sup>179</sup>.

---

<sup>175</sup> Tale distinzione è rinvenibile in L.A. FRANZONI, *Introduzione all'economia del diritto*, il Mulino, Bologna, 2003, pp. 161-62. Tali elementi distintivi – che, naturalmente, riposano su idealizzazioni generali e schematiche – consistono in una differente struttura proprietaria, in una diversa modalità di convogliamento del credito e, per quanto qui più interessa, in difformi obiettivi e misure di valutazione.

<sup>176</sup> *Ibidem*, p. 160.

<sup>177</sup> Un inquadramento della *stakeholder value theory* è delineato in G. FERRARINI, *Firm Value versus Social Value: Dealing with the Trade-offs*, in *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper No. 686/2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4376480>. L'autore (p. 11), nel ripercorrere la nascita del concetto di *Corporate Social Responsibility*, afferma: “the stakeholder approach to strategic management requires abandoning the idea that shareholder value maximization is the exclusive purpose of the corporation and accepting that specific stakeholder interests should be considered in defining it”.

<sup>178</sup> L. FRANZONI, *Introduzione all'economia del diritto*, cit. alla nota 175, p. 160.

<sup>179</sup> *Ibidem*, p. 160-61: “le quote di proprietà sono saldamente nelle mani di gruppi di controllo. Essendo più vicina al gruppo di controllo, l'amministrazione è soggetta a minor pressione. I risultati possono giungere anche nel lungo periodo (*long-terminism*)”. Pertanto, una spiccata preferenza – almeno tendenziale – verso obiettivi di medio-lungo termine nel modello renano parrebbe trovare la giustificazione in due distinti fattori: da una parte, nella consapevolezza che obiettivi coinvolgenti masse maggiormente variegati di individui possono raggiungersi secondo una prospettiva temporale *non* di breve periodo; dall'altra, nella vicinanza dell'amministrazione al gruppo di controllo.

Pur rimanendo ferme alcune distinzioni operate al tempo<sup>180</sup>, è innegabile che interessi *lato sensu* sociali abbiano cominciato ad influenzare le decisioni di investimento non soltanto nel contesto renano ma anche in quello anglosassone. Sembra, in sintesi, che i mercati da anni siano penetrati da una nuova e differente concezione di individuo recante con sé tutte le sue qualità quando decide di divenire attore di investimento<sup>181</sup>.

Tale mutamento pare essere il riflesso reale di un diverso modo di pensare che affonda le proprie radici addirittura in riflessioni etico-filosofiche. Si passa, cioè, da un certo paradigma di intendere l'essere umano, “rational, dispassionate, abstract, incorporeal [...] detached from the context that surrounds him”<sup>182</sup>, ad uno che abbraccia il concetto di *homo faber*, capace cioè di individuare una “materiality of livingness” intesa come ritrovata ed atavica connessione tra il mondo circostante ed i singoli individui<sup>183</sup>. Questa nuova figura dell'essere umano mostra un maggior interesse per quello che lo circonda, nella acquisita consapevolezza di far parte di un mondo che può drasticamente influenzare e di cui è inevitabilmente sia vittima sia carnefice.

L'evoluzione degli obiettivi di investimento in tutto quanto il globo diviene emblema di una messa in discussione della razionalità degli attori di mercato, quanto meno se si considera, com'è tradizione, razionale chi è volto alla massimizzazione della propria ricchezza.

Tale mutamento di preferenze è ben sintetizzato, in modo paradigmatico, dal *Davos Manifesto*, adottato nel 2020 dal World Economic Forum (WEF), che apre in modo già evocativo, dichiarando: “[t]he purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation. In creating such value, a company serves not only its

---

<sup>180</sup> Si pensi *in primis* alle differenze nella struttura proprietaria delle società quotate che ancora oggi caratterizzano i due differenti contesti.

<sup>181</sup> Sia ovviamente rimembrato che riflessioni sulla tematica dell'interesse sociale – comunque inteso – non sono niente affatto circoscritte temporalmente ai decenni immediatamente precedenti ad oggi: cfr. P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle Società*, 2018, fasc. 2-3, pp. 303-19. In particolare, l'autore evidenzia come tale tema – interpretato ed applicato, naturalmente, di volta in volta in modo differente – sia trasversale e suscettibile di innervarsi nelle società diacronicamente: si pensi ai principi etici-nazionali del nazismo e del fascismo, alla *corporate philisophy*, al movimento giuridico marxista italiano, e così via.

<sup>182</sup> E. FERRARO – L. REID, *On sustainability and materiality. Homo faber, a new approach*, in *Ecological Economics*, 2013, Vol. 96, p. 127.

<sup>183</sup> *Ibidem*, pp. 125 ss. Gli autori interpretano la visione dell'essere umano come esclusivamente orientato alla massimizzazione dei profitti quale risultato della rivoluzione industriale e della filosofia di Cartesio, colpevole di aver distinto tra *res cogitans* e *res extensa*. Questi fattori storici e filosofici hanno portato a certi capisaldi del pensiero, prepotentemente capaci di trasformare le abitudini quotidiane e i desideri futuri del genere umano. Da una forma di compenetrazione armoniosa tra individuo e natura esterna, l'asse è passato ad una fede incrollabile nella superiorità assiologica della mente sul corpo e sulle emozioni; nella conoscenza come sapere esclusivamente obiettivo; nella superiorità ontologica dell'essere umano su tutto quanto non sia appartenente alla sua specie.

shareholders, but all its stakeholders – employees, customers, suppliers, local communities and society at large. The best way to understand and harmonize the divergent interests of all stakeholders is through a shared commitment to policies and decisions that strengthen the long-term prosperity of a company”<sup>184</sup>. Dagli *shareholder* il paradigma si è spostato verso gli *stakeholder*<sup>185</sup>.

Non solo. Anche senza voler far scricchiolare le ritenute scultoree premesse della teoria neoclassica, studiare le tendenze reali degli investitori acquista importanza anche con riferimento a questioni aventi carattere strettamente finanziario. Un aumento della domanda comporterebbe infatti un aumento dei prezzi degli strumenti finanziari di emittenti con un profilo ESG positivo; negli altri casi, si assisterebbe invece ad un costo del capitale più elevato rispetto ai concorrenti con una conseguente posizione di chiaro svantaggio<sup>186</sup>.

Inoltre, non sono da sottovalutare i cd. *herd behavior*, uno dei fenomeni più rappresentativi dell’irrazionalità di parte degli investitori, spinti ad operare sul mercato non perché capaci di elaborare con autonomia e indipendenza le informazioni pubblicamente disponibili, ma semplicemente perché attratti dalle mode, dalla voga del momento e dagli interessi del gregge, in un labirintico e vorticoso gioco di specchi<sup>187</sup>.

Per quanto sicuramente condotte similari non possano essere propriamente qualificate quali razionali, rimane tuttavia che, a questi fini, risulta indispensabile prenderle in considerazione. Ben potrebbe infatti capitare che investitori del tutto ignari e disinteressati alle tematiche di sostenibilità decidano tuttavia di ritenerle rilevanti per le proprie decisioni di investimento, anche fosse soltanto per meri motivi speculativi<sup>188</sup>.

---

<sup>184</sup> *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, disponibile all’indirizzo: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution>.

<sup>185</sup> Sull’importanza del *Davos Manifesto* da questa prospettiva, L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3, p. 318: “gli *stakeholders* cessano di essere meri beneficiari delle azioni poste in essere da altri e assumono il ruolo di attori capaci di promuovere l’adozione da parte delle imprese di politiche orientate verso i valori ESG. Ciò si traduce in una *rivoluzione dei tradizionali schemi di governance societaria*” (corsivo aggiunto).

<sup>186</sup> Tale correlazione tra domanda e prezzi è ricordata in P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG*, cit. alla nota 89, p. 277.

<sup>187</sup> Gli esempi sono infiniti. Si ricordi, almeno, che questo tipo di fenomeno è spesso alla base delle bolle finanziarie, in cui i prezzi degli strumenti finanziari sono scervi da qualsiasi considerazione critica ed oggettiva sulle reali prospettive dell’emittente, trasformandosi soltanto in una corsa al guadagno. Si pensi alla bolla cd. *dot-com* tra la fine degli anni Novanta e l’inizio degli anni Duemila; per esempio E. OFEK – M. RICHARDSON, *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, cit. alla nota 123, p. 1114 in cui si sottolinea proprio come vi fosse un “high level of internet stocks prices given their underlying fundamentals”.

<sup>188</sup> La rilevanza del fine speculativo è ricordata in P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG*, cit. alla nota 89, p. 277. Senza qui giudicare dell’opportunità di

Di tutti questi elementi il diritto non può affatto disinteressarsi, sia perché il fenomeno giuridico è in sintesi un fenomeno sociale, sia perché non è affatto una novità che la disciplina dei mercati finanziari risenta in particolar modo della realtà e del pubblico di investitori del momento, modificando le proprie scelte di regolazione proprio in base a dati empirici<sup>189</sup>.

Questo spostamento di interessi è dimostrato da, almeno, quattro tendenze, capillari nei mercati principali e ormai non più esclusive del solo modello renano prima individuato.

In particolare, è stato notato come una maggior attenzione ad informazioni relative alla questione climatica – quindi, un particolare tipo di informazioni ESG, in cui a prevalere è la “E” – sembrerebbe provata empiricamente da un consistente interesse da parte dell’investitore al dettaglio, da una crescente ricerca di informazioni aggiuntive<sup>190</sup>, dalle risposte degli emittenti ad una *disclosure* più ampia e, infine, dal consolidarsi delle decisioni di investimento a livello mondiale in un numero ristretto di fondi di investimento. Tali fondi, in particolare, si mostrano ormai sensibilmente in grado di muovere ingenti risorse, da un lato, e capaci di assurgere a modello per gli investitori al dettaglio dall’altro<sup>191</sup>.

Merita concentrarsi in misura maggiore proprio su quest’ultimo profilo, principalmente perché le relative osservazioni si mostrano facilmente trasponibili anche in ambiti che siano più generali rispetto a quello delle informazioni climatiche. Se per qualsiasi motivo si ha interesse a conoscere delle attitudini di investimento nel globo dei mercati odierni, risulta

---

tale obiettivo di investimento rimane che anche tali operazioni siano comunque in grado di avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari.

<sup>189</sup> È naturale una continua evoluzione di tale branca del diritto, dominata quasi ontologicamente dal dinamismo, denotata da scandali finanziari di ampia portata e di grande risonanza internazionale. Per di più, la disciplina dei mercati finanziari ha conosciuto anche una profonda evoluzione del pubblico investitore che si intende tutelare. Cfr. J.H. RUSSEL, *Which Investor to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder, 1900-Present*, in *Cambridge Handbook of Investor Protection*, 2021, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3861999>. L’autore passa in rassegna più di un secolo di storia, evidenziando come la trasformazione del pubblico di investitori abbia sempre comportato come conseguenza una trasformazione dell’approccio normativo nella regolamentazione dei mercati finanziari. V. più diffusamente *infra*, Capitolo Primo, §3.3.

<sup>190</sup> Appare utile ricordare i già accennati studi che sottolineano proprio questo aspetto: anche in assenza di una regolamentazione che obblighi ad adottare precise garanzie o linee-guida rispetto a temi sostenibili, gli emittenti sono comunque alla ricerca di una qualche forma di credibilità in proposito. Se forse obiettivi di maggior efficienza potrebbero essere raggiunti più incisivamente con una normativa che imponga precisi obblighi, per esempio di divulgazione di certe informazioni, comunque il segnale è chiaro: le società quotate cominciano a rendersi conto della trasmutazione di interessi in corso nel nostro tempo. Cfr. I. IOANNOU – G. SERAFEIM, *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*, in *Harvard Business School Research*, Working Paper No. 11-100, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1799589>.

<sup>191</sup> Queste quattro tendenze sono individuate in H.V. VIZCARRA, *The Reasonable Investor and Climate-Related Information: Changing Expectations for Financial Disclosures*, in *Environmental Law Reporter*, Vol. 50, No. 2, 2020, p. 107.

pressoché impossibile ignorare la condotta dei grandi fondi di investimento, in particolare di BlackRock, State Street e Vanguard (“The Big Three”). È stato infatti correttamente osservato che “the rise of indexing also has meant [...] concentration of ownership [...] in the hands of a very small number of indexed fund providers”<sup>192</sup>.

Divenuti ormai consapevoli dell'estesa esposizione al rischio sistemico, questo tipo di investitori è motivato a perseguire anche un minor rendimento del singolo strumento finanziario, compensato tuttavia da una minor esposizione dell'intero portafoglio a tale alea. Il mutamento, in questo caso, si allontana dal desiderio esclusivo di massimizzazione dei profitti giungendo a quello di implementare “the climate resiliency”<sup>193</sup>, obiettivo che, tra l'altro, parrebbe essere raggiunto in misura più soddisfacente dalle società nell'Unione europea piuttosto che da quelle statunitensi<sup>194</sup>.

Studiando proprio uno dei fondi facenti parte dei “Big Three”, da più voci è stata valorizzata la manifestata attenzione di BlackRock nei confronti dei fattori ESG<sup>195</sup>. Nel 2022 Blackrock ha di nuovo<sup>196</sup> redatto una lettera ai CEOs in cui si enfatizza e si rinnova l'ormai consolidato percorso verso il coinvolgimento dei fattori ESG nelle proprie decisioni di investimento. Si

---

<sup>192</sup> J. C. COATES, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, in *Harvard Public Law*, 2018, Working Paper No. 19-07, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3247337](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3247337), p. 13. L'autore prosegue statuendo che “the ‘Big Three’, as they are known – Vanguard, State Street, and BlackRock – controlled approximately 15% of the S&P 500 in 2017 – a much greater share of U.S. public companies than any three single investors have ever previously done”.

<sup>193</sup> H.V. VIZCARRA, *The Reasonable Investor and Climate-Related Information: Changing Expectations for Financial Disclosures*, cit. alla nota 191, p. 112. Astraendo dal bisogno specifico di ottenere una resilienza climatica, ma con riferimento a tutti quanti i fattori ESG, cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Rivista delle Società*, 2019, fasc. 5-6, pp. 1017 ss. che sottolinea uno slittamento da un obiettivo di massimizzazione dei meri profitti a quello di “minimizzazione del rischio di mercato”, cosicché (p. 1025) il “dovere fiduciario degli amministratori [è] quello di considerare l'adozione di politiche ESG al fine di ridurre la probabilità dell'inverarsi di quel tipo di rischio”.

<sup>194</sup> S. BRUNO, *Climate Corporate Governance: Europe vs. USA*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, Vol. 16, 6, pp. 687-723 che raggiunge la conclusione per cui, grazie all'entrata in vigore della Direttiva (UE) 2014/95, le società nell'Unione Europea parrebbero essere maggiormente idonee a mitigare in particolare la cd. bolla del carbonio, potenziale conseguenza, tra gli altri, degli obiettivi generali di decarbonizzazione.

<sup>195</sup> Su questi impegni, cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 1, pp. 51-71. L'autore, pur ritenendo “illusorio” che gli investitori istituzionali giochino un ruolo davvero discriminante per un maggior generale coinvolgimento dei fattori ESG, comunque ne riconosce una certa rilevanza, soprattutto se in combinazione ad interventi di attori ulteriori (per esempio, dello Stato).

<sup>196</sup> L'espressione “di nuovo” utilizzata nel testo non è casuale. È da anni che BlackRock manifesta interesse e si fa portatore di un'attenzione intensa a profili ESG. Per esempio, già nel 2016 è stato pubblicato un documento in cui si invocava un “consistent global framework that enables stakeholders and market participants to develop detailed ESG standards and best practice guidelines”. Per una panoramica sulla crescente attenzione – dal 2012 ad oggi – di Black Rock verso le tematiche sostenibili, cfr. P. LYKKESFELDT – L.L. KJAERGAARD, *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective. A Practical Guide for Financial Market Participants*, Londra, Palgrave Macmillan, 2022, pp. 257 ss.

legge che “ciò che ciascuna di queste società straordinarie [appartenenti al gruppo delle “grandi imprese”] ha in comune con le altre è un chiaro senso di “scopo”; il far leva su valori coerenti, e, ancora più importante, il riconoscere l’importanza di prendere impegni nei confronti dei principali stakeholder [...]. È questo il fondamento del cosiddetto “capitalismo degli stakeholder””<sup>197</sup>.

Tale scelta di orientamento a lungo termine viene ricondotta a molteplici fattori, ormai studiati a più riprese dalla letteratura: il cambiamento sociale, la pandemia da COVID-19<sup>198</sup> e, infine, l’incremento di fonti di regolamentazione di carattere anche internazionale che si presume aumentino sempre più nel tempo, sia in termini di quantità sia in termini di qualità. Se, certamente, “The Big Three” debbono essere oggetto principale degli studi, per le ragioni appena accennate, non bisogna tuttavia trascurare il comportamento complessivo degli investitori istituzionali in genere, anche se individualmente meno rilevanti in termini finanziari.

Paradigmatici sono in modo particolare i *Principles for Responsible Investments (PRI)*<sup>199</sup>. La loro introduzione nel panorama internazionale è stata voluta dalle Nazioni Unite nel 2006, con l’esplicito intento di incentivare la diffusione degli investimenti sostenibili e della correlata responsabilità degli investitori istituzionali.

Enunciati in un periodo anteriore alla grande crisi finanziaria del 2008 – vero e proprio spartiacque storico per alcuni, considerato, cioè, uno di quegli eventi storici capaci di stimolare la ricerca di interessi non esclusivamente finanziari<sup>200</sup> - hanno inizialmente

---

<sup>197</sup> Lettera di Laurence Fink ai CEO 2022, disponibile in italiano all’indirizzo: <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/larry-fink-ceo-lettera-2022>. Ulteriormente, si può leggere: “nel mondo odierno, globalmente interconnesso, un’impresa deve creare valore aggiunto per essere ritenuta utile da tutti i suoi stakeholder, e poter quindi fornire un valore a lungo termine per i suoi azionisti”.

<sup>198</sup> *Ibidem*: “Nessun rapporto ha subito più modifiche a causa della pandemia di quello tra datori di lavoro e dipendenti”, cosicché “le società che non si adeguano a questa nuova realtà, e non danno seguito alle istanze dei loro dipendenti, lo fanno a loro rischio e pericolo”. La pandemia ha, infatti, potenziato segnatamente le componenti “S” e “G”.

<sup>199</sup> Il sito istituzionale è accessibile all’indirizzo: <https://www.unpri.org/>. I principi individuati sono: 1) integrare le tematiche ESG nell’analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti; 2) essere investitori attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di investimento; 3) esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle società destinatarie degli investimenti; 4) promuovere l’accettazione e implementazione dei Principi nell’industria finanziaria; 5) collaborare per migliorare l’applicazione dei Principi; 6) rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell’applicazione dei Principi.

<sup>200</sup> Per esempio A. DYCK – K.V. LINS – L. ROTH – H. F. WAGNER, *Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 2019, vol. 131, No. 3, p. 693. Secondo gli autori, l’integrazione dei fattori ESG tra le informazioni alla base delle decisioni di investimento è motivata non soltanto da interessi meramente sociali, ma anche *lato sensu* finanziari: disastri ambientali (per esempio il caso della Deepwater Horizon) e la crisi del 2008 avrebbero finalmente suggerito

ricevuto un'accoglienza tiepida. Col passare del tempo, tuttavia, la lodevole iniziativa è cresciuta con forza, linearità e senza alcun passo indietro: il numero di firmatari di anno in anno non è mai sceso né è rimasto invariato, subendo anzi un aumento di sensibile portata<sup>201</sup>. Partendo da un consenso corrispondente a meno di 100 firmatari e meno di 10 trilioni di dollari, l'interesse coinvolge, nel marzo 2022, 4902 firmatari per un complessivo di 121,3 mille miliardi di dollari, presentando un incremento del 28% in un anno<sup>202</sup>. Le cause di questa crescita vengono individuate in particolare nell'impatto finanziario delle tematiche ESG, nell'influenza negativa di politiche a breve termine e, infine, nella crescente pressione dei concorrenti che cercano di creare un vantaggio competitivo implementando la propria sostenibilità<sup>203</sup>.

### §3.1.2. *L'emergere di una nuova classe di investitori: i cd. socially responsible investor*

I dati e gli studi appena citati consentono di intuire perché questo *trend* venga considerato sintomatico dell'emersione di una nuova tipologia di investitori, che vengono in modo evocativo indicati come *sustainable investors*, altrimenti chiamati *socially responsible investor* (SRIs). Con questa espressione si intende comunemente riferirsi ad un'ampia categoria di investitori che incorpora nelle proprie decisioni informazioni sulla sostenibilità<sup>204</sup>, auspicando al contempo l'individuazione e la soddisfazione da parte delle società di iniziative sostenibili<sup>205</sup>.

Gli obiettivi predominanti di questi nuovi protagonisti consistono segnatamente nell'assolvimento di due specifiche funzioni: da una parte, una funzione di monitoraggio che

---

che le conseguenze degli *shock* finanziari possano essere attenuate esclusivamente con un intenso interesse verso la sostenibilità.

<sup>201</sup> L'aumento costante dal 2006 ad oggi è rinvenibile all'indirizzo: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>.

<sup>202</sup> L'aumento di firmatari ha interessato principalmente l'area statunitense (35% del totale) e l'area comprendente Regno Unito e Irlanda (23%). I dati sono forniti dal *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022* disponibile all'indirizzo: <https://www.unpri.org/annual-report-2022/signatories>.

<sup>203</sup> Elementi elencati nel sito. Il documento specifico è rinvenibile all'indirizzo: <https://www.unpri.org/download?ac=10973>.

<sup>204</sup> L'enucleazione di questa categoria è illustrata per esempio in A. SAAD - D. STRAUSS, *The New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2020, Vol. 17, No. 2, pp. 391-433.

<sup>205</sup> Com'è semplice intuire, gli investitori sostenibili non solo reagiscono positivamente ad iniziative sulla sostenibilità, ma – specularmente – reagiscono anche negativamente in seguito alla decisione per la loro cessazione: cfr. S. GARAVAGLIA – B.W. VAN LANDUYT – B.J. WHITE – J. IRWIN, *The ESG stopping effect: Do investor reactions differ across the lifespan of ESG initiatives?*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4120762>.

si concretizza in un controllo sull'operato degli organi esecutivi delle società quotate nelle tematiche ESG; dall'altro, una funzione di allocazione, cui è associato il desiderio di divenire protagonisti del convogliamento delle risorse verso nuove frontiere finalmente sostenibili<sup>206</sup>. Tale emersione viene considerata simbolo di un'ampia tendenza che investe schiere di operatori sul mercato a tutti i livelli: nella categoria non sono compresi, quindi, esclusivamente quegli investitori realmente in grado di muovere i prezzi di determinati strumenti finanziari o segmenti del mercato. Anche gli investitori al dettaglio, con risorse inferiori a quelle dei grandi fondi comuni, e che – soprattutto – non agglomerano le risorse di ampie collettività, sono diretti protagonisti di questa evoluzione<sup>207</sup>.

Già nel 2018, una ricerca aveva concluso che l'82% del campione analizzato – costituito in maggioranza proprio da investitori *mainstream* - considera le informazioni ESG quali base delle proprie decisioni di investimento<sup>208</sup>.

Data l'ampiezza della categoria, è necessario ulteriormente non cadere nella trappola – pericolosamente frutto di procedimenti euristici - di considerare gli appartenenti ad un insieme quali mossi da identiche aspirazioni ed obiettivi. Pur essendo in via generica orientati a forme di investimento ESG, non tutti gli investitori sostenibili sono identici.

Per esempio, alcuni possono mostrare un coinvolgimento maggiore verso informazioni relative all'impatto ambientale<sup>209</sup> – e, all'interno di esso, mostrare preferenze verso ambiti specifici - mentre altri invece verso il principio di eguaglianza nel mondo lavorativo, facendo

---

<sup>206</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, cit. alla nota 88, pp. 1354 ss.

<sup>207</sup> Un efficace terreno di prova è quello delle proposte degli azionisti. Sono proprio le tematiche sociali ed ambientali a rappresentare il cuore pulsante del cambiamento: dal 2000 al 2018 le *shareholder proposals* relative a questi due temi sono passate da un 6% di voti espressi ad un 24% nel 2018. Sono le stesse proposte, oltre ai voti espressi su di esse, ad essere aumentate: da un 37% nel 2008 ad un 48% nel 2018. Questi dati sono rinvenibili in K. PAPADOPOULOS, *The Long View: US Proxy Voting Trends on E&S Issues from 2000 to 2018*, 2019, disponibile all'indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/31/the-long-view-us-proxy-voting-trends-on-es-issues-from-2000-to-2018/>. Nello scritto si conclude affermando che oggi i mercati stanno assistendo ad una profonda trasformazione, “from a values-based argument to ad economic discussion about how environmental and social risks can impact the company’s long-term value”.

<sup>208</sup> I risultati della ricerca sono illustrati in A.A. ZADEH – G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Financial Analysts Journal*, 2018, Vol. 74, No. 3, pp. 87-103. Tuttavia, viene anche evidenziato come tale attitudine sia non esclusivamente motivata da intenti latamente morali e sociali, ma anche *stricto sensu* finanziari. Come che sia, in ogni caso si tratta dell'ennesima prova che le informazioni ESG abbiano una qualche influenza, che sia da un punto di vista meramente statistico o – anche - più profondamente legato al *fundamental value*.

<sup>209</sup> Secondo il *Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022*, per fare un esempio nostrano, gli investitori sono orientati in misura maggiore verso le tematiche ambientali (il 36%) e sociali (34%). Talvolta, la scelta si informa ad un criterio metodologico negativo: il 28%, per esempio, mostra attenzione ad investimenti che escludano determinate attività quali la produzione di armi. V. *infra* (Capitolo Primo, §3.2), per approfondimenti su tale rapporto.

spostare il pendolo da una lettera all'altra dell'espressione "ESG"<sup>210</sup>.

Per un'altra distinzione interna all'insieme considerato, si ricordi che alcuni investitori si considerano quali *impact investor* e altri quali *value oriented investor*: i primi, cioè, sarebbero in forma eguale coinvolti e da un intrinseco desiderio di cambiamento della società e da un più rituale desiderio di profitto; i secondi si aspettano invece dai propri investimenti sostenibili rendimenti almeno simili, se non maggiori, a quelli più marcatamente tradizionali<sup>211</sup>.

La categoria dei SRIs non sarebbe affatto prodotto casuale ed insolito dei mercati odierni, ma, semplicemente, costituirebbe il risultato di una maggiore consapevolezza, formatasi in seguito ad eventi di macroscopica importanza e risonanza internazionale.

Già negli anni Sessanta, una parte di investitori comincia a pretendere maggiori informazioni relative ad ambiente e diritti civili, due temi che al tempo cominciarono a scuotere in modo rilevante l'opinione pubblica negli Stati Uniti d'America. Innanzi ad una petizione<sup>212</sup>, la SEC non manifesta tuttavia la medesima sensibilità, sottolineando come, ancora, gli investitori fossero principalmente interessati ad informazioni strettamente economico-finanziarie e non sociali<sup>213</sup>.

Decenni sono trascorsi, e quanto prima sembrava lontano, indeterminato o addirittura veniva additato come utopistico futuro nascosto sembra oggi aver acquistato un carattere di profonda attualità. Se prima le voci erano sporadiche, ora le attitudini degli investitori sono palesemente sempre più orientate alle tematiche sostenibili. Si tratta sicuramente di una tendenza che non domina né rappresenta la maggior quantità di investimenti – per ora – del mercato, ma tuttavia appare evidente che non possa più essere trascurata.

L'esponentiale crescita dei firmatari dei PRI non è, infatti, che una delle moltissime prove in merito.

Le recenti crisi finanziarie, prime su tutte quella del 2008 – che non a caso è stata una delle cause scatenanti dell'intento legislativo di tutelare in forma più intensa l'integrità del

---

<sup>210</sup> Le preferenze verso distinte "lettere" delle informazioni ESG sono ricordate in S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, cit. alla nota 112, pp. 30 ss.

<sup>211</sup> *Ibidem*.

<sup>212</sup> La petizione fu sollevata dalla Natural Resources Defense Council (NRDC) e dal Project on Corporate Responsibility nel 1971. In sintesi, veniva invocata un'espansione dell'oggetto della *disclosure* proprio in tema di diritti civili e questioni ambientali.

<sup>213</sup> La vicenda viene ricordata in A. SAAD – D. STRAUSS, *The New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 204, pp. 410 ss.

mercato in un'ottica di rinnovamento della fiducia in esso - e, successivamente, quella conseguente alla pandemia da COVID-19<sup>214</sup>, hanno prepotentemente influito sulle menti degli investitori, ed in particolare sugli strati più giovani della popolazione.

L'evento pandemico, tuttavia, presenta margini di ambiguità. Se, infatti, è naturale che abbia rinnovato un interesse per le tematiche di sostenibilità, valorizzando soprattutto questioni di tipo sociale ed ambientale, tuttavia la complessità e le difficoltà sorte come conseguenze potrebbero – e in alcuni casi è effettivamente accaduto – portare a scelte che esulano del tutto da questi obiettivi e che, anzi, si pongono in netto contrasto.

Tale discrasia è emersa con chiarezza già nei tempi immediatamente successivi ai primi provvedimenti adottati per limitare la diffusione del contagio. Da una parte, molte società hanno mostrato sensibilità ed apertura in senso sociale, per esempio estendendo i benefici successivi alla risoluzione del rapporto di lavoro o mostrando tolleranza per i debiti dei propri clienti<sup>215</sup>; dall'altra non possono dimenticarsi le condotte che sembrano muoversi nella direzione opposta. Tra gli altri<sup>216</sup>, il pericolo temuto – acuito anche dalla crisi energetica successiva alla guerra tra Russia e Ucraina – è che le attività economiche, per rispondere alle drammatiche nuove esigenze, si orientino verso obiettivi a breve-medio termine raramente coincidenti, tuttavia, con finalità di tipo sostenibile<sup>217</sup>. Una valutazione complessiva non pare, tuttavia, dover considerare la pandemia causa di un'irrimediabile decrescita o arresto che possa porre in serio e definitivo dubbio la tendenza per gli investimenti sostenibili ora sotto analisi<sup>218</sup>.

In ogni caso, altra prova dell'interesse verso informazioni ESG è, come accennato,

---

<sup>214</sup> Per esempio, *Lettera di Laurence Fink ai CEO 2022*: “la pandemia ha, per così dire, messo il turbo per quasi tutte le imprese a un'evoluzione dell'ambiente operativo che era già in atto”, giungendo alla conclusione che “non è mai stato così essenziale per i CEO mostrare una voce coerente, uno scopo chiaro, una strategia coesa e una visione di lungo periodo. In questo clima di incertezze, lo scopo della vostra impresa deve essere la vostra stella polare”.

<sup>215</sup> G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper #559/2020, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3753594>, p. 16.

<sup>216</sup> *Ibidem*. L'autore (nota 20) fa riferimento, a titolo esemplificativo, alle drammatiche scelte di alcune società quotate di propendere per tagli al personale piuttosto che ai dividendi e ai profitti.

<sup>217</sup> È bene ricordare, anche se già emerso implicitamente nel presente lavoro, che sostenibilità e prospettiva d'investimento a lungo termine sono di frequente intesi come coincidenti. La stessa Commissione Europea lo evidenzia nella già citata COM(2018) 97 final (p. 3): “sustainability and long-terminis go hand in hand. [...] Investments into environmental and social objectives require a long-term orientation”.

<sup>218</sup> È lo stesso legislatore dell'Unione Europea che propende per una valutazione complessiva niente affatto scoraggiante. Il considerando n. 11 della Direttiva (UE) 2022/2464, infatti, recita: “la pandemia di COVID-19 ha accelerato ulteriormente l'aumento delle esigenze di informazione degli utenti [...] Le informazioni concernenti l'impatto ambientale sono pertinenti anche nel contesto della mitigazione di future pandemie, considerato che le perturbazioni antropiche degli ecosistemi sono sempre più legate all'insorgenza e alla diffusione di malattie”.

l'evoluzione demografica<sup>219</sup>. Coloro che più hanno subito le conseguenze delle crisi, sciagurato prodotto di radicalizzazioni della massimizzazione del profitto in spregio a sicurezza finanziaria e sostenibilità generale, hanno cominciato a convogliare le proprie attenzioni in emittenti volti a prospettive a lungo termine<sup>220</sup>. Il passaggio di ricchezza dai *millennials* ai *post-millennials* si presenta ormai come inevitabile, dovendosi associare ad esso sia l'opportunità di avvicinare il mercato alle nuove preferenze di investimento sia un irrinunciabile dovere di educazione finanziaria<sup>221</sup>.

In una delle lettere annuali di Laurence Fink – quella del 2019 – è stato chiaramente notato come le nuove generazioni “express new expectations of the companies they work for, buy form, and invest in”<sup>222</sup>.

Nel *Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022* viene esplicitamente osservato che l'interesse verso investimenti sostenibili muta a seconda di certi fattori, quali genere, ricchezza, conoscenze finanziarie ma anche che – e per quanto qui interessa, soprattutto – “diminuisce tra gli anziani”<sup>223</sup>.

Il tempo in cui le società quotate si trovavano nella concreta possibilità di seguire il celebre consiglio di Milton Friedman, che suggeriva di concentrarsi incessantemente sul valore per

---

<sup>219</sup> L'importanza dell'evoluzione demografica viene individuata per esempio in P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 89, pp. 269 ss. Gli autori, nell'enfatizzare l'aumento costante di investimenti sostenibili, riconducono le ragioni di questo *trend* principalmente alla combinazione di due differenti fattori: l'evoluzione demografica e l'aumento di disastri ambientali. Infatti (p. 269): “[t]his development has been driven by social change, which is set to intensify greatly over the years and decades to come, not least due to two factors: the demographically induced shift in wealth towards younger generations (from Baby Boomers to Millennials) with their greater awareness of ESG issues and the increasing frequency of natural disasters due to climate change”.

<sup>220</sup> L'impatto del fattore demografico sui rendimenti industriali non costituisce certo una novità relativa alle tematiche ESG e tanto meno limitata nel tempo al periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008. Cfr. S. DELLAVIGNA – J.M. POLLET, *Demographics and Industry Returns*, in *American Economic Review*, 2007, Vol. 97, No. 5, pp. 1667-1702, in cui si sostiene che a differenti generazioni corrispondono distinti interessi in relazione ai prodotti e che tali evoluzioni possono, in certi casi, essere previste.

<sup>221</sup> Su quest'ultimo complicato rapporto, cfr. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo funzionale e finanza sostenibile*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6, pp. 1253-86.

<sup>222</sup> *Larry Fink's 2019 Letter To CEOs*, disponibile all'indirizzo: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/2019-larry-fink-ceo-letter>. In aggiunta, viene anche dichiarato che “profits are in no way inconsistent with purpose – in fact, profits and purpose are inextricably linked”.

<sup>223</sup> Nel dettaglio gli investitori con un'età superiore ai 65 anni mostrano un interesse intorno al 61%, contro il 68% degli investitori tra i 18 e i 44 anni. Il documento è accessibile all'indirizzo: <https://www.consob.it/documents/11973/287812/rf2022.pdf/cf6f38e9-dbcc-6057-8fff-f56643facdba?t=1674683068756>.

l'azionista, sembra ormai tramontato<sup>224</sup>, almeno nella sua schiettezza radicale<sup>225</sup>. Sembra, invece, che il nostro tempo stia muovendo verso una distinta forma di capitalismo, retta da un principio più generale di *shared value* che dona vitalità ad un'idea di *conscious capitalism*<sup>226</sup>.

La regolamentazione dei mercati finanziari si trova di fronte ad una scelta: accogliere le evidenze empiriche provenienti dalla realtà e sostenute da una sempre più nutrita schiera di studi, sia economici che giuridici, e agire di conseguenza ovvero rimanere inerme e immobile, trascurando quanto ormai appare lapalissiano<sup>227</sup>.

Soltanto nel primo modo si ritroverebbe finalmente un equilibrio tra mondo dell'essere e del dover essere, senza rischiare che il diritto si riduca a mero approccio teorico ed astratto, distante dal fenomeno che intende regolare<sup>228</sup>.

### §3.2. *Il concetto di stakeholder value si fa realtà: la crescita inesorabile degli investimenti sostenibili*

Si è già sottolineato l'interesse in aumento, da parte degli investitori, alle tematiche di sostenibilità. Appare d'ausilio, ulteriormente, comprendere se tali interessi si concretizzino

---

<sup>224</sup> Tradizionalmente si identifica la nascita della *shareholder value theory* negli anni Settanta in occasione di alcuni scritti di Milton Friedman. In particolare M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *The New York Times Sunday Magazine*, 13 settembre 1970.

<sup>225</sup> Il tramonto della teoria viene riconosciuto anche dalle stesse società. Per esempio, Business Round Table, *Statement on the Purpose of a Corporation*, disponibile all'indirizzo: <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures.pdf>. Per dovere di completezza, la Business Round Table è una confederazione che riunisce circa 200 tra i principali emittenti statunitensi. Cfr, ulteriormente, L. ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 5-6, pp. 1286-90.

<sup>226</sup> L'espressione si ritrova per esempio in J. MACKEY – R. SISODIA, *Conscious Capitalism: Liberating the Heroic Spirit of Business*, Harvard, Harvard Business Review Press, 2014.

<sup>227</sup> Sulla necessità di evolversi al mutare delle dinamiche globali, cfr. A.R. PALMITER, *Capitalism, heal thyself*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3, pp. 294-308.

<sup>228</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA – M. LAMANDINI, *“Questo è un nodo avviluppato”*: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2022, fasc. 1, pp. 34-49. Secondo gli autori, il tema della sostenibilità, prepotentemente apparso tra le urgenze nella disciplina dei mercati finanziari, ha scoperto il velo sull'estrema incertezza e disorganicità che sembra – talvolta – emergere in questo settore giuridico, a volte incapace di cogliere in modo chiaro la realtà dei fenomeni. Affermano (pp. 46-47) che la regolamentazione “non sempre si esprime [...] sul piano analitico, sul valore o i valori ultimi, spesso antagonisti, che si confrontano sul campo [...] nella misura in cui essi non si facciano (come spesso accade) coincidere con i soli obiettivi di efficienza economica, ma abbiano anche una più complessa dimensione valoriale, come accade alla formula della “sostenibilità””, cosicché “*l'ecosistema di diritto della finanza si presenta, talora, disordinato nei fini, egemonizzato dalle ideologie, disarticolato nei principi, alluviano nelle regole*”. Una crescente incapacità della legge di cogliere la complessità ed il pluralismo della realtà non è, comunque, limitata alla disciplina finanziaria; per la caduta, in generale, del “mito della legge”, cfr. D. CARUSI, *L'ordine naturale delle cose*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. 340 ss.

poi effettivamente, anche per tentare una sorta di interpretazione empirica di quello che, oggi, possa essere considerato l'investitore tipico.

Individuare e capire il volume di tali investimenti, tuttavia, è pressoché impossibile, almeno se si vuole avere una precisione assoluta, ed il principale motivo sta nell'assenza di standardizzazione di criteri in materia. L'unico metodo è quello di far affidamento a quanto descritto da singole organizzazioni, nell'accortezza che tali ricerche sono naturalmente l'applicazione di diversi *standard* e principi.

Il *Global Sustainable Investment Review 2020* del Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) individua il volume degli investimenti sostenibili in 35,3 mila miliardi di dollari, mostrando, quindi, una crescita del 15% rispetto al biennio 2018-2020 e del 55% rispetto agli anni 2016-2018<sup>229</sup>. Con riferimento, ancora, alle risorse finanziarie oggetto di gestione professionale si è arrivati ad un 35,9% di esse convogliate in investimenti sostenibili, con un aumento del 2,5% rispetto al rapporto immediatamente precedente<sup>230</sup>.

In una prospettiva di carattere geografico regionale, il Forum for Sustainable and Responsible Investment nel 2020 ha fatto riferimento ad un volume di investimenti di 17 mila miliardi<sup>231</sup> di dollari soltanto nei mercati statunitensi<sup>232</sup>. Il rapporto del 2022 riserva qualche sorpresa, mostrando un'apparente decrescita di ingente valore, arrivando a "soli" 8,4 miliardi di dollari<sup>233</sup>. A ben vedere, tuttavia, si tratta di risultati conseguenza di un cambiamento nell'impostazione metodologica che mostra un'attenzione più rigorosa ed un'analisi più approfondita ma che comunque non smentisce il continuo emergere degli

---

<sup>229</sup> Il documento è accessibile all'indirizzo: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>. Si ricorda che l'indagine di GSIA si concentra su cinque mercati principali: Europa, Stati Uniti d'America, Canada, Australia e Giappone. Si nota, tuttavia, per la prima volta una decrescita degli investimenti sostenibili nell'area europea, passando da 14,075 a 12,017 mille miliardi di dollari. La ragione, secondo il rapporto, è rinvenibile nelle definizioni adottate dal legislatore dell'Unione Europea che potrebbero non far rientrare nel proprio campo semantico prodotti che prima erano, invece, comunemente considerati sostenibili.

<sup>230</sup> È di estremo interesse notare come tali rapporti abbiano sempre mostrato una crescita di questo tipo di investimenti rispetto al passato, segno che il percorso intrapreso non soltanto non torni indietro, ma nemmeno rimanga immobile. Secondo il *Global Sustainable Investment Review 2018*, per esempio, il volume degli investimenti ESG constava di 30,7 mila miliardi di dollari, mostrando un incremento consistente del 34% in due anni soltanto.

<sup>231</sup> La cifra è pressoché identica a quella del *Global Sustainable Investment Review 2020*, che infatti riporta il numero di 17,081 miliardi di dollari, in aumento rispetto agli 11,995 miliardi di dollari del biennio precedente. Tale comparazione può risultare utile per mostrare che, generalmente e chiaramente con rispetto di eccezioni, diverse concezioni e standardizzazioni non portano necessariamente a particolari divergenze negli studi empirici. Si potrebbe anche affermare, senza timore di essere smentiti, che indipendentemente dalle cifre il minimo comun denominatore sia la presenza di una costante crescita di investimenti sostenibili.

<sup>232</sup> Il documento è disponibile all'indirizzo: <https://www.ussif.org/Files/Trends/2020%20Trends%20Report%20Info%20Graphic%20-%20Overview.pdf>

<sup>233</sup> Il documento è accessibile all'indirizzo: <https://www.ussif.org/Files/Trends/2022/Trends%202022%20Executive%20Summary.pdf>

investimenti sostenibili in corso<sup>234</sup>.

Le ricerche citate, ovviamente, non sono che esempi, ma comunque sufficienti a dimostrare quanto si intende evidenziare: gli interessi degli investitori non sono soltanto invocati, manifestati a gran voce e richiamati con continuità, ma si concretizzano effettivamente in investimenti sempre più cospicui e capillari. Appare importante sottolinearlo, potendosi, di fronte a vuote e meramente formali dichiarazioni di interesse, celarsi al contrario un'assenza vacua ed immobile di effettivi investimenti. Non è questo, tuttavia, il caso<sup>235</sup>.

È certo che il volume delle risorse finanziarie convogliate in investimenti sostenibili non rappresenti la maggior parte di quello globale, e sarebbe del tutto illusorio affermare il contrario. Tuttavia, non è quanto si vuole qui evidenziare. Pur rappresentando una porzione piuttosto limitata sia di investimenti totali che di quelli oggetto di decisioni dei grandi fondi, comunque “the trend towards a significant reallocation of capital is clearly discernible”<sup>236</sup>.

In ultimo, è utile studiare quale sia la situazione odierna nel nostro territorio nazionale, per comprendere quanto il nostro Paese si inserisca nelle tendenze più recenti a livello globale o se, in qualche modo, se ne discosti. A questo fine, risulta fondamentale il documento pubblicato dalla Consob nel gennaio 2023, intitolato *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*<sup>237</sup>.

Premettendo che l'alfabetizzazione finanziaria nel nostro Paese non è mai stata particolarmente diffusa, le conoscenze sulla finanza sostenibile risentono di tale situazione, con scarsi risultati in relazione ad alcuni concetti di base<sup>238</sup>.

In ogni caso, l'autorità mostra come l'interesse per queste tematiche si presenti in modo –

---

<sup>234</sup> A p. 11 si legge, infatti: “[i]n a departure from previous editions, this report does not include the AUM [sigla che sta per assets under management] of investors who stated that they practice firmwide ESG integration but did not provide information on any specific ESG criteria they used (such as biodiversity, human rights or tobacco) in their investment decision-making and portfolio construction”.

<sup>235</sup> Si impone, comunque, cautela. Potrebbero, infatti, sussistere disallineamenti tra gli investimenti ESG dichiarati e quelli invece effettivamente compiuti. Il rischio di *greenwashing*, purtroppo, deve porsi sempre come sottofondo. Per uno studio ad oggetto l'impatto del *greenwashing* sugli investimenti sostenibili – evidenziando, tra l'altro, come l'aumento di tale fenomeno sia prova dell'incremento dell'interesse verso informazioni sulla sostenibilità –, cfr. K. SHUMACHER, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors and Green Productivity: The Impacts of Greenwashing and Competence Greenwashing on Sustainable Finance and ESG Investing*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4303609>.

<sup>236</sup> P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 89, p. 269.

<sup>237</sup> Il documento è disponibile all'indirizzo: <https://www.consob.it/documents/11973/287812/rf2022.pdf/cf6f38e9-dbcc-6057-8fff-f56643facdba?t=1674683068756>

<sup>238</sup> *Ibidem*, p. 127. Le domande riguardano la conoscenza rispetto a quattro nozioni base: *greenwashing*, investimenti sostenibili, fattori ESG e *green bonds*.

anche se disomogeneo – piuttosto trasversale tra il pubblico di investitori. È vero che il coinvolgimento varia a seconda di tutta una serie di fattori, tra cui il genere o l'età, ma comunque per il 62% del campione studiato la sostenibilità costituisce un obiettivo “prioritario o [...] rilevante insieme agli aspetti finanziari”<sup>239</sup>.

Pur rilevandosi in letteratura un'evidente volontà da parte degli investitori di mutare le proprie scelte di *asset allocation* nel corso dei prossimi anni, emerge tuttavia che il possesso di investimenti sostenibili sia ancora poco diffuso. Le ragioni individuate sono molteplici: la mancanza di conoscenze, la percezione di alti rischi, *performance* finanziarie non particolarmente elevate, l'assenza di informazioni utili e chiare, costi elevati e paura di fenomeni di *greenwashing*<sup>240</sup>.

Ad esclusione della causa legata al mero andamento finanziario – che confermerebbe quindi l'esistenza di un numero rilevante di investitori ancora esclusivamente informati ad una massimizzazione dei profitti<sup>241</sup> - le altre non sembrano affatto escludere l'esistenza, comunque, di un interesse verso tematiche sostenibili. In particolare, la mancanza di informazioni chiare e di conoscenza finanziaria in proposito ben potrebbe essere risolta, così come la paura di comportamenti opportunistici e scorretti degli emittenti potrebbe essere placata da normative orientate a favorire l'integrità e la fiducia nei mercati.

In conclusione, anche in Italia sembra in linea di massima osservarsi quella tendenza ad accantonare, o quanto meno attenuare, l'esclusiva preoccupazione per il rendimento, riconoscendo l'importanza – accresciuta anche successivamente alla pandemia COVID-19 – di fattori ulteriori a quelli strettamente finanziari.

Non si può più trascurare l'evoluzione dell'investitore di oggi, evoluzione che non può più qualificarsi quale dato squisitamente contingente, ma, anzi, come ormai perfettamente idoneo a rispecchiare una trasformazione che molti saperi – e segnatamente il diritto - devono ormai tenere in considerazione.

Si è ricordato come i rapporti della Consob riportino uno scarso possesso – pur in presenza di un crescente dichiarato interesse – di investimenti sostenibili da parte degli investitori italiani. Le cause di questa situazione – *i.e.* la mancanza di conoscenze finanziarie adeguate e il timore di comportamenti opportunistici degli emittenti – sono indicatori rilevanti di cosa possa accadere qualora la disciplina giuridica si mostri indifferente all'evoluzione oggi in

---

<sup>239</sup> *Ibidem*, p. 129. Il dato è lievemente cresciuto rispetto al 2021, anno in cui si attestava al 59%.

<sup>240</sup> *Ibidem*, p. 132.

<sup>241</sup> Rimane tuttavia che tale ragione viene riscontrata soltanto per il 17% dei casi.

atto. Si rischia, cioè, che il diritto non sia davvero capace né di assicurare un'alfabetizzazione finanziaria sufficiente né di predisporre gli strumenti necessari a garantire mercati capaci di attrarre, con fiducia, quegli investitori che prendono le decisioni sempre più sulla base di informazioni sulla sostenibilità.

### §3.3. Conclusioni provvisorie: una (non nuova) prospettiva di un'interpretazione empirica nel diritto del mercato dei capitali

Fino ad ora, nel presente lavoro è stata adottata una prospettiva duplice. Si è voluto, cioè, connotare l'analisi della disciplina giuridica regolante i mercati finanziari secondo un approccio – nemmeno del tutto nuovo e sconosciuto a questo settore normativo<sup>242</sup> – trasversale, basato in particolare su studi economici del settore, da un lato, ed evidenze empiriche dall'altro.

Il concetto di *materiality* di un'informazione è dibattuto ormai da decenni, rischiando spesso di arrecare lesione al supremo principio di certezza del diritto che mai deve essere trascurato nemmeno in questo settore della regolamentazione. Lo sviluppo dei mercati finanziari è, infatti, precursore insostituibile di uno sviluppo economico generale che porta ad un aumento del benessere individuale e collettivo<sup>243</sup>. Aderendo a questa impostazione, emerge allora la palese, quasi lapalissiana, necessità che la normativa dia atto dei mutamenti in corso nel panorama internazionale.

È già stato accennato<sup>244</sup> come numerosi siano stati i lavori capaci di dimostrare in che modo l'evoluzione del pubblico di investitori abbia influenzato profondamente, nel corso degli anni, e la modalità e il contenuto dell'azione normativa nei mercati.

Negli Stati Uniti d'America una proprietà del tutto concentrata nel XIX secolo<sup>245</sup> ha fatto

---

<sup>242</sup> Sia nel quadro europeo sia in quello statunitense il ragionamento – nella disciplina dei mercati finanziari – sulla base di argomenti non strettamente giuridici è concreta possibilità ormai da anni, se pur per fini lievemente difformi. A dimostrazione del carattere risalente di tale opportunità esegetica, D. CORAPI, *L'“insider trading” nelle società per azioni americane*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1968, fasc. 1, p. 293: “mentre da noi il ricorso a metodi ed argomentazioni non giuridiche è operato allo scopo di rendere più concreta e più vicina alla valutazione dei particolari interessi in contrasto alla soluzione strettamente giuridica, negli Stati Uniti può avvenire il contrario: il ricorso a metodi ed argomentazioni economiche contribuisce ad una soluzione più astrattamente razionale, più scientifica del problema giuridico”.

<sup>243</sup> Considerando n. 1 Regolamento 596/2014: “un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di importanza fondamentale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'Unione.”

<sup>244</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §3.1.1.

<sup>245</sup> Questa prima fase è descritta da J.C. OTT, *When Wall Street Met Main Street: The Quest for an Investors' Democracy*, Harvard, Harvard University Press, 2011. L'autrice (p.2) ricorda che nel 1899 meno dell'1% degli americani deteneva azioni o obbligazioni.

desistere le autorità dall'intervenire nel senso di incrementare i vincoli e ridurre la libertà nei mercati, presumendosi gli investitori, con ingenti risorse finanziarie nonché con profonda competenza, non bisognosi di alcuna tutela.

L'urgenza di finanziare la Grande Guerra ha incentivato successivamente il Governo statunitense a raccogliere risorse finanziarie da tutta quanta la popolazione che, in massa, ha cominciato ad acquistare i cd. *victory bonds*, animati da un forte patriottismo. La democrazia si è diffusa anche nei mercati: l'immagine del nuovo *shareholder*<sup>246</sup> non è più quella del "robber, baron"<sup>247</sup> ma, al contrario, quella dell'"American of modest means"<sup>248</sup>. Nasce allora nell'ordinamento un approccio paternalistico, orientato a tutelare l'investitore avente scarse competenze: il Governo ha spinto ad investire nei mercati ed il Governo medesimo si rende responsabile della relativa protezione<sup>249</sup>.

Successivamente, la fine della cd. *Golden Age* agli inizi degli anni Settanta e la conseguente trasformazione del capitalismo americano – causata dall'iperinflazione, dalla stagnazione e dalla concorrenza globale industriale – ha indotto l'investitore medio ad un cambiamento di prospettiva. Sulla scorta di una volontà popolare di restaurazione dell'*American Dream*<sup>250</sup>, il metodo è quello di poter gareggiare coi grandi attori finanziari, in una condizione di assoluta – ed utopistica – parità. La normativa va di conseguenza: si persegue lo scopo di livellare il terreno di gioco, ottenere un *level-playing field* e, quindi, garantire quanto più possibile una parità informativa<sup>251</sup>.

La crisi finanziaria del 2008 ha causato un repentino cambiamento di rotta. Il gioco è stato svelato: è stata acquisita la consapevolezza che gli investitori non sempre possono confidare esclusivamente sulle proprie capacità e che, anzi, debbono essere destinatari di una tutela

---

<sup>246</sup> Una curiosità linguistica. Il termine, prima in voga, *stakeholder* viene ora sostituito con l'attuale *shareholder*. Il linguaggio sarebbe espressione proprio di questa nuova ascesa della *middle-class* come protagonista dei mercati.

<sup>247</sup> J.H. RUSSEL, *Which Investor to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder, 1900-Present*, cit. alla nota 189, p. 10.

<sup>248</sup> *Ibidem*.

<sup>249</sup> Ne sono un evidente esempio sia le normative che si informano agli obiettivi di tutela dell'integrità dei mercati sia quelle discipline che impongono un aumento delle informazioni divulgate in una forma chiara ed accessibile. Si pensi, *in primis*, al Securities Exchange Act del 1934. Non è un caso, infatti, che gli Stati Uniti d'America siano il primo Paese ad introdurre normative similari: l'intento paternalistico ben potrebbe essere una delle cause.

<sup>250</sup> Numerosi erano infatti i *best-seller* finanziari che enfatizzavano il legame fra mercati e riaffermazione del sogno americano.

<sup>251</sup> L'attitudine patriottica di Reagan e il neoliberismo di Clinton non sono che due esempi efficaci. Emblematica, inoltre, una dichiarazione di Arthur Levitt, presidente della SEC dal 1993 al 2001: "we've gone from a nation of savers to a nation of investors". Tale affermazione è ricordata in J.H. RUSSEL, *Which Investor to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder, 1900-Present*, cit. alla nota 189, p. 31.

più intensa. Il potere legislativo del mondo occidentale si è mosso nel senso di aumentare la protezione del pubblico di investitori, accrescere la fiducia nel funzionamento dei mercati, garantire la trasparenza e l'integrità. L'obiettivo principe è quello di ristabilire l'efficienza del mercato finanziario come luogo di allocazione ottimale delle risorse<sup>252</sup>.

Se il diritto ha, quindi, più volte mostrato grande capacità di adattamento nella regolazione dei mercati, tale attitudine non deve essere ora trascurata né dal formante giurisprudenziale né da quello dottrinale né, infine, da quello legislativo.

L'incertezza su *che cosa* si debba intendere per informazioni ESG non deve considerarsi quale ostacolo insormontabile o quale mero pretesto per giustificare una forma di pigrizia intellettuale orientata all'immobilismo.

Anche a voler mantenere la prospettiva tradizionale della finanza neoclassica e dei relativi modelli economici, si è dimostrato come tali informazioni, comunque, siano rilevanti sia per la ECMH sia per il sottostante concetto di valore fondamentale.

Se, invece, si è disposti ad adottare una prospettiva più empirica, è stata data prova del mutamento degli interessi degli investitori – da un esclusivo obiettivo di massimizzazione della ricchezza ad un coinvolgimento più marcato nei confronti del *public good* – che si concretizza effettivamente in un aumento del volume degli investimenti ESG.

Ormai, risulta assolutamente evidente: la questione del *se* le informazioni ESG possano acquisire il carattere di materialità è ormai non più procrastinabile.

Il requisito di significatività di un'informazione risulta, come già accennato, profondamente interconnesso con quello di *price-sensitivity* e l'interpretazione ancorata alla realtà – una sorta di attività ermeneutica empirica – costringe l'esegeta della normativa attualmente in vigore a tenere in considerazione quanto appena sintetizzato.

La *materiality*, così come evoluta grazie alla giurisprudenza statunitense e così come enunciata dal legislatore dell'Unione Europea *ex art. 7 MAR*, non può più stare un passo indietro rispetto alle novità degli ultimi anni. Il rischio sarebbe, altrimenti, quello di violare quegli stessi obiettivi di integrità, certezza e accrescimento della fiducia che l'intervento legislativo del 2014 cerca con vigore di inseguire.

---

<sup>252</sup> Nel contesto statunitense, si pensi allo *Stock Act* del 2012 che pone dei divieti, tra gli altri, ai membri del Congresso di abusare di informazioni conosciute grazie alla propria posizione. Nell'ordinamento dell'Unione Europea si inserisce in questa tendenza proprio il Regolamento (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato. Si veda la perentorietà del suo considerando n. 2: “un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e benessere economico”.

Non si sta qui discutendo dell'opportunità degli investimenti sulla base delle informazioni ESG, quanto piuttosto dell'effettivo impatto di tali informazioni sui prezzi degli strumenti finanziari. La crescita esponenziale degli interessi nei confronti delle tematiche di sostenibilità non può che essere considerata un fattore in grado di rendere le informazioni ESG idonee ad avere un effetto significativo sui prezzi.

La necessità di concentrarsi su tale tipo di impatto costringe ad una valutazione di quanto accada realmente nel mondo dei mercati finanziari, senza fossilizzarsi su costruzioni teoriche innervate in concetti giuridici meramente astratti e ideali. Questo anche se – come richiesto dal considerando n. 14 MAR – la prospettiva da adottare nella valutazione in questione è *ex ante*, ponendosi quella *ex post* quale mero dato di riscontro obiettivo<sup>253</sup>.

Indipendentemente da come si qualifichi poi la figura dell'investitore ragionevole, un'interpretazione secondo cui è privilegiata l'informazione che verrebbe presa in considerazione esclusivamente dalla maggior parte della platea di investitori risulta assolutamente impraticabile oltreché profondamente scorretta.

Impraticabile per la semplice ragione che individuare un ipotetico 50%+1 di investitori prospetta un compito del tutto assurdo e utopistico data la varietà straordinaria di tipi di attori economici presenti nel mercato, anche con riferimento alle disomogenee ed ampie tematiche ESG<sup>254</sup>.

Profondamente scorretta, infine, perché in aperto contrasto con la definizione di informazione privilegiata contenuta nel MAR. L'art. 7 richiede, infatti, che tale informazione possa avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, indipendentemente dalla quantità numerica di investitori che decidano di investire. Perché un'informazione possa influenzare i prezzi non è affatto necessario che il 50%+1 del pubblico investitore la tenga presente quale rilevante.

O si considera, in altre parole, che sia materiale l'informazione che soltanto una maggioranza assoluta considererebbe – potendo in caso contrario *comunque* sussistere un mutamento significativo dei prezzi *ex post* – o si qualifica privilegiata l'informazione che almeno una

---

<sup>253</sup> Il considerando n. 14 MAR recita: “un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente”. Per la relativa applicazione giurisprudenziale italiana, v. *supra* nota 44.

<sup>254</sup> È già stata evidenziata la naturale ed ineliminabile diversità degli interessi all'interno della categoria dei *socially responsible investors*. V. *supra*, Capitolo Primo, §3.1.2).

minoranza qualificata riterrebbe materiale<sup>255</sup>. Delle due l'una: *tertium non datur*.

Un'interpretazione, per così dire, empirica della *price-sensitivity* si mostra quale unico strumento ermeneutico per consentire il rispetto degli obiettivi principi della disciplina statunitense e dell'Unione Europea sugli abusi di mercato, mostrandosi quindi adeguatamente sostenuta anche da un argomento di tipo teleologico.<sup>256</sup>

Finalmente si possono così comprendere le ragioni per cui i due ordinamenti abbiano deciso per l'utilizzo in materia di uno *standard* nonché i motivi sottostanti al rifiuto delle autorità giurisprudenziali e di regolamentazione di sostituire la materialità con eventuali precise *rule*<sup>257</sup>.

Dalla prospettiva degli emittenti, una mancata divulgazione delle informazioni ESG – al di là di quei casi naturalmente in cui sia già *ad hoc* imposta dalla normativa in vigore<sup>258</sup> – non consentirebbe agli investitori sostenibili di prendere con piena consapevolezza le decisioni di investimento e, pertanto, di soddisfare i personali obiettivi finanziari.

Dalla prospettiva, invece, degli *insider* si paleserebbe di frequente la concreta possibilità di un ingiusto profitto sulla base di informazioni ESG che – pur non muovendo la maggior parte del pubblico di investitori – comunque sarebbero idonee ad avere un effetto significativo sui prezzi una volta divulgate<sup>259</sup>.

---

<sup>255</sup> L'importanza di una minoranza qualificata con riferimento alla *price-sensitivity* è valorizzata in F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giurisprudenza Commentata*, 2005, fasc. 5, pp. 592 ss. L'autore afferma (p. 593): "è ben noto che una percentuale dell'undici per cento degli investitori – e secondo i casi anche una percentuale molto minore – può avere un impatto sul mercato (può cioè influenzare i prezzi con le sue decisioni di investimento)". La conclusione è intuitiva: "la soluzione [...] va nella direzione di considerare rilevante qualsiasi possibile effetto sui prezzi e pertanto anche l'informazione presa in considerazione da un numero di investitori le cui decisioni di investimento sono comunque in grado di influenzare i prezzi".

<sup>256</sup> Data la straordinaria importanza che l'argomento di tipo teleologico acquisirà nel presente lavoro, si faccia sin d'ora riferimento alla definizione di R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, cit. alla nota 40, p. 276: "l'intenzione del legislatore è talvolta identificata piuttosto con il suo scopo, ossia con ciò che il legislatore intendeva (non dire, ma) fare mediante la legge: gli effetti che voleva conseguire. Fare appello allo scopo del legislatore [...] costituisce uso dell'argomento cosiddetto "teleologico"".

<sup>257</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §1.1.

<sup>258</sup> Si pensi agli interventi della SEC in materia di *climate-related informations: Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, 75 Fed. Reg. 6290, 6290 (Feb. 8, 2010) (codificato in 17 C.F.R. §§ 211, 231, 241). Nel contesto europeo già si è citato l'esempio della *CSR Directive v. supra*, Capitolo Primo, §2.1.

<sup>259</sup> In senso contrario, R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 141, p. 55, in cui si sostiene che "special consideration of ESG information does not seem to be necessary, at least at present, as there is no robust empirical research showing deception of other market participants by insiders based on ESG information that could be perceived as unfair by investors". Non si comprende, tuttavia, la posizione ora richiamata. Il diritto deve prendere atto di quanto capiti nella realtà nel tentativo di *prevenire* forme di abusi di mercato. Si ritiene qui, in altre parole, che non possa la regolamentazione giuridica intervenire soltanto *ex post*, quando cioè già si siano verificati dei profitti ingiusti da parte degli *insider* nel contesto europeo. Vi sono già, in ogni caso, studi che concludono nel senso di utilità

In conclusione, ben si può sostenere che quanto la *maior pars* degli investitori considererebbe rilevante possa essere considerata una sorta di presunzione, ma nulla di più<sup>260</sup>. Potrebbe capitare che anche solo una minoranza qualificata sia sufficiente a spostare i prezzi degli strumenti finanziari, ragion per cui di fronte a tali situazioni deve essere garantito il rispetto e della disciplina di *disclosure* e di quella anti-*insider trading*, discipline che – si ricorda ancora una volta – prevedono la medesima nozione di informazione privilegiata.

Le osservazioni compiute e gli studi citati finora paiono univoci nell'individuare l'esistenza ormai da anni di una certa minoranza qualificata attenta alle informazioni ESG. Tale tendenza non può più qualificarsi quale fenomeno contingente e quindi trascurabile.

La conclusione logica sulla materialità di tali informazioni, almeno ad avviso di chi scrive, appare ormai evidente.

---

conseguite da *insider* in occasione di, per esempio, disastri ambientali: cfr. R. MA – B.R. MARSHALL – H. NGUYEN – N.H. NGUYEN – N. VISALTANACHOTI, *Insider Trading and Climate Disasters*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4008601>.

<sup>260</sup> Il ragionamento è tratteggiato in F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, cit. alla nota 255, pp. 594 ss. L'autore (p. 594) afferma: "la presunzione di irrilevanza di certe informazioni formulata sulla base di una ricostruzione ipotetica del modo di pensare di un ipotetico investitore razionale, deve essere modificata di fronte alla constatazione dell'esistenza di investitori che prendono in considerazione le informazioni in questione, in numero tale da poter avere con i loro comportamenti una significativa incidenza sui prezzi".



## CAPITOLO SECONDO

### L'INVESTITORE RAGIONEVOLE E LE INFORMAZIONI ESG

SOMMARIO: §1. Incertezze ed evoluzioni di una nozione: l'investitore ragionevole come *standard* costantemente incerto. §1.1. La prospettiva della finanza neoclassica: l'*homo economicus*. §1.2. Le due radicalizzazioni: l'investitore ragionevole come personificazione del mercato o come paradigma di un'assoluta soggettivazione in concreto. §1.3. *In medio stat virtus*: l'investitore ragionevole come individuo senza qualità. §1.4. L'apoteosi e la negazione delle competenze richieste: l'investitore ragionevole come investitore professionale e come investitore *retail*. §1.5. Lo scricchiolio di ogni certezza: l'investitore ragionevole come investitore del tutto, o quasi, irrazionale. §1.5.1. La finanza comportamentale e le scorciatoie intellettuali: i procedimenti euristici. §1.5.2. I limiti del cognitivismo razionale: i pregiudizi degli investitori. §2. In che modo le informazioni ESG divengono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva teorica nel contesto dell'Unione Europea. §2.1. Le informazioni ESG per l'investitore ragionevole: una prima panoramica complessiva. §2.2. L'investitore ragionevole come investitore razionale per il legislatore dell'Unione Europea. §2.3. Le informazioni ESG alla prova delle proposte definitorie nel contesto dell'Unione Europea. §3. In che modo le informazioni ESG sono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva giurisprudenziale nel contesto degli Stati Uniti d'America. §3.1. L'approccio giurisprudenziale statunitense in generale. L'importanza della forma: la cd. *puffery doctrine*. §3.2. L'importanza del linguaggio adottato: la cd. *bespeaks-caution doctrine*. §3.3. Proposte risolutive e attuali per approcci ormai anacronistici.

#### **§1. Incertezze ed evoluzioni di una nozione: l'investitore ragionevole come *standard* costantemente incerto**

##### §1.1. *La prospettiva della finanza neoclassica: l'homo economicus*

La nozione di materialità si presenta, come già accennato, alla stregua di Giano Bifronte. Da una parte, esige che l'informazione sia idonea ad avere un impatto sui prezzi degli strumenti finanziari di un determinato emittente; dall'altra, richiede che l'informazione sia tale da far ipotizzare che un investitore ragionevole la prenderebbe in considerazione come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento<sup>1</sup>. In sintesi, la

---

<sup>1</sup> Questa duplicità è perfettamente coerente in se stessa. Tuttavia, talvolta sembra essere foriera di dubbi anche da parte degli emittenti. Nel *Final Report – MAR Review* redatto dall'ESMA nel 2020 (v. *infra*, Capitolo Secondo, §2.2) si ricorda, al punto 728, voce “*price-sensitivity*”, lettera b), come sia stato chiesto se il requisito del possibile effetto significativo sui prezzi debba necessariamente coesistere con la prospettiva dell'investitore ragionevole ovvero se sia sufficiente focalizzare l'attenzione esclusivamente su questo secondo elemento. Il documento è disponibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2391\\_final\\_report\\_-\\_mar\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2391_final_report_-_mar_review.pdf).

significatività coniugherebbe, rispettivamente, una prospettiva sostanzialmente collettiva con una prettamente individuale<sup>2</sup>.

Se nel presente lavoro oggetto dell'attenzione è stato finora l'impatto sui prezzi, appare ora necessario studiare l'altra faccia – quella dell'investitore ragionevole – prima secondo una panoramica generale e, poi, con uno sguardo focalizzato sulle informazioni ESG.

La previsione di clausole<sup>3</sup> ancorate a parametri di una variamente declinata ragionevolezza – per quanto progressivamente affermatasi anche nella famiglia giuridica di *civil law*<sup>4</sup> – trova le proprie radici più risalenti nella particolare caratterizzazione degli ordinamenti di *common*

---

<sup>2</sup> Questo duplice carattere – individuale e collettivo – consente alla nozione di materialità in materia di abusi di mercato di differenziarsi rispetto a quella – esclusivamente individuale – che emerge nella regolamentazione della contabilità. La distinzione è ripresa da A. ALESSANDRI, *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2016, fasc. 1, p. 36: “di fronte a questa duplicità di significati [della nozione di materialità nelle distinte discipline normative], vi è stato il tentativo di avvicinarli proponendo — nelle ipotesi delle frodi — di immaginare richiamato un ragionevole investitore, mentre per l'insider trading sarebbe da considerare una moltitudine di soggetti ideali”.

<sup>3</sup> Già si è detto che ai fini del presente lavoro si intenderà la figura dell'investitore ragionevole come clausola generale (v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4). Oltre agli autori già citati, la concezione qui adottata sia sostenuta ulteriormente da D. D'AMICO, *Note in tema di clausole generali*, in *In Iure Praesentia*, 1989, p. 438, secondo cui, perché vi sia una clausola generale, è necessario che si tratti “non [di] una ‘fattispecie’ già definita dal legislatore, e sia pure con ricorso a espressione indeterminate, bensì [di] una fattispecie che spetta al giudice costruire”; ancora, *ibidem*. p. 446: “è il giudizio di fatto (espresso sulla base di parametri extralegali: ‘principi dell'etica o del costume’, ‘canoni estetici’, ‘regole economiche’ e così via) a riempire il contenuto e a ‘concretizzare’ la clausola generale” (corsivo aggiunto). Come anche in questo caso già ricordato (v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4), talvolta vi è confusione tra *standard* e clausole generali. Per esempio, autorevoli autori come Taruffo, studiando norme giuridiche per la cui interpretazione è necessario un rinvio a criteri non giuridici – come nel caso dell'investitore ragionevole –, identificano queste come *standard*: cfr. M. TARUFFO, *La giustificazione delle decisioni fondante su standards*, in P. COMANDUCCI – R. GUASTINI (a cura di), *L'analisi del ragionamento giuridico. Materiali ad uso degli studenti*, Torino, Giappichelli, 1989, pp. 311-44. Nel corso del presente lavoro, tuttavia, da una parte si preferirà adottare una distinzione sufficientemente netta tra *standard* e *rule* (v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4); dall'altra, si ricordi in ogni caso che alcune questioni problematiche relative alle clausole generali attengono *anche* agli *standard*, e viceversa. In particolare, in entrambi i casi il ruolo dell'interprete è di primaria importanza nel comprendere norme giuridiche che – siano clausole generali o *standard* – comunque sono *particolarmente* indeterminate. Al di là delle categorie concettuali della teoria generale, pertanto, rimangono comuni e trasversali i problemi affrontati. Sull'utilizzo delle clausole generali in particolare nel diritto commerciale, cfr. G. MERUZZI – G. TANTINI, *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, Cedam, 2011.

<sup>4</sup> Nell'ordinamento italiano, si pensi, a titolo meramente esemplificativo, alla figura dell'agente modello (cd. *homo eiusdem condicionis et professionis*) per l'accertamento della colpa *ex art.* 43 c.p., alla figura del “consumatore medio” *ex art.* 20 D. Lgs. 206/2005, al parametro della “persona sensata” per l'accertamento della violenza come causa di annullamento del contratto *ex art.* 1435 c.c. o, ancora, alla nozione di “buon padre di famiglia” prevista in un nutrito numero di articoli del Codice civile (per esempio nell'art. 1176 c.c. con riguardo alla diligenza richiesta al debitore nell'adempimento di un'obbligazione). La vicinanza di tali clausole a quella dell'investitore ragionevole è ricordata anche dalla giurisprudenza, per esempio C. Bol., App., sez. III, 29 ottobre 2013, n. 1804 secondo cui il paradigma dell'investitore ragionevole è stato introdotto “nello sforzo di oggettivizzare la nozione [...] con richiami propri della diligenza professionale, in assonanza con l'art. 1176 comma secondo cod. civ.”. In dottrina c'è chi ha attribuito all'investitore ragionevole i caratteri del “buon padre di famiglia”: F. BRUNO – N. RAVASIO, *Ambito soggettivo ed oggettivo dell'informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Le Società*, 2007, fasc. 8, pp. 1029 ss. Si noti che riferirsi, rispettivamente, all'art. 1176 comma 2 o all'art. 1176 comma 1 comporta – implicitamente e, almeno in certe occasioni, inconsapevolmente – una certa specifica interpretazione dell'investitore ragionevole.

law. Da tempo è stata individuata l'origine della figura in questione nell'ulteriore *standard* del *reasonable man*, previsto nei sistemi anglosassoni nell'ambito della *tort law* sin dalla pronuncia inglese *Vaughan v. Menlove* del 1873<sup>5</sup>.

Di conseguenza, se è vero che una serie di riflessioni teoriche e di applicazioni pratiche ad oggetto il canone del *reasonable man* ben possono essere adattate con riferimento al *reasonable investor*, tuttavia quest'ultimo se ne discosta per il suo referente naturalistico. Il rimando non è, infatti, ad un soggetto ragionevole nell'ambito di situazioni comunemente rientranti nella vita quotidiana ma, al contrario, ad un agente che assume le vesti dell'attore di mercato. L'attività di investimento nei mercati finanziari – per quanto sempre informata a criteri di ragionevolezza – presuppone una specificità del sapere e di competenze tecniche superiori a quelle del *reasonable man*<sup>6</sup>.

Se, già in generale, interpretare il termine “ragionevolezza” è talvolta considerato compito pressoché impossibile – dando così origine ad un'argomentazione di tipo scettico<sup>7</sup> –, anche la più specifica nozione di investitore ragionevole appare fin da subito elusiva, ambigua e quasi del tutto oscura, tanto da suggerire a qualcuno di compararla al celebre *I know it when I see it test*<sup>8</sup>. La figura normativa dell'investitore ragionevole diviene, così, esempio paradigmatico di quella vaghezza del linguaggio a causa della quale da una sola disposizione

---

<sup>5</sup> *Vaughan v. Menlove* (1837) 3 Bing NC 468; 132 ER 490.

<sup>6</sup> *Ibidem*, pp. 101 ss. L'autrice individua le profonde differenze tra il *reasonable man* e il *reasonable investor* concludendo, in particolare, nel senso di un'assoluta incapacità della giuria di individuare l'effettivo contenuto semantico del secondo *standard*. Le ragioni sono molteplici: la giuria, a causa di una limitata alfabetizzazione finanziaria, è scarsamente attrezzata ad analizzare le complicate dinamiche dei mercati; la giuria può divenire un canale dei pregiudizi di una società civile; infine, comportamenti innovativi – tipici in un settore affetto da un intrinseco dinamismo – rischiano di non essere minimamente presi in considerazione nel giudizio. Le differenze fra una persona ragionevole e un investitore ragionevole sono state enfatizzate in Italia da ASSONIME, *Circolare*, n. 48, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, 2006, pp. 10 ss. Infatti, lo *standard* non si riferisce solo ad un individuo ragionevole, ma anche ad un (p. 11) “soggetto che possiede competenze [...] nel campo degli investimenti ed è in grado di valutare l'importanza “finanziaria” di un'informazione in modo maggiore rispetto ad un “non investitore””.

<sup>7</sup> S. ZORZETTO, *La ragionevolezza dei privati. Saggio di metagiurisprudenza esplicativa*, Milano, FrancoAngeli, 2008, p. 71: “stando alle loro prese di posizione esplicite [degli autori scettici], la ragionevolezza sembra una nozione *aporetica*, sembra cioè preclusa alla radice la possibilità di individuarne un significato per la presenza di tratti semantici incomparabili”. Per una critica a tale concezione, cfr. *ibidem*, pp. 70-72.

<sup>8</sup> La persuasiva equiparazione – il cui carattere risalente è evocativo di quanto sia ormai duraturo il dibattito sull'investitore ragionevole – emerge in D.R. FISCHER, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Business Lawyer*, 1982, Vol. 38, No. 11, pp. 6-7. Si ricordi che il *test*, assai criticato – cfr. P. GEWIRTZ, *On "I Know It When I See It"*, in *The Yale Law Journal*, 1996, Vol. 105, No. 4, pp. 1023-47 – è stato introdotto nella pronuncia della Corte Suprema *Jacobellis v. Ohio*, 378 U.S. 184 (1964) con lo scopo di individuare la soglia di *obscenity*. Pare interessante notare che il qui richiamato *I know it when I see it test* è stato usato come parallelismo anche per evidenziare l'incertezza definitoria – affrontata nel precedente capitolo – del concetto di “sostenibilità”: cfr. M. WHITE, *Sustainability: I know it when I see it*, in *Ecological Economics*, 2013, Vol. 86, pp. 213-17.

è ben possibile ricavare una pluralità di norme, a volte – come in questo caso – anche profondamente differenti fra loro<sup>9</sup>.

Col tempo, lo *standard* in questione è stato identificato con il cd. *homo economicus*, individuo del tutto idealizzato, dotato di caratteristiche la cui sussistenza è presunta e dalla giurisprudenza e dalla dottrina e, a quanto parrebbe, pure dal legislatore.

L'*homo economicus* – perfettamente coerente con i modelli economici elaborati dalla finanza di stampo neoclassico – dovrebbe in questo modo descrivere un essere umano che, nelle proprie decisioni di investimento, manifesta razionalità nelle percezioni, nelle preferenze e nel processo. In altre parole – e rispettivamente – l'investitore ragionevole sarebbe capace di elaborare tutte quante le informazioni secondo la teoria della probabilità; di individuare preferenze costanti nel tempo; di massimizzare i propri fini sulla base delle informazioni disponibili<sup>10</sup>. Aderire a questo orientamento significherebbe, quindi, interpretare l'investitore ragionevole come investitore razionale<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Come noto, per “disposizione” si intende l'enunciato linguistico prescrittivo, mentre la “norma” è il significato della disposizione stessa, individuato a seguito di interpretazione. Nel caso qui in esame, l'investitore ragionevole è la disposizione da dover interpretare, a partire dalla quale – come verrà adeguatamente illustrato nel presente capitolo – sono state col tempo enunciate diverse norme (investitore razionale, investitore irrazionale, mercato nel suo insieme, investitore professionale e così via). Inutile sottolineare che la distinzione tra disposizione e norme consente di negare all'attività ermeneutica il ruolo di mera ricognizione di un significato – quasi naturale – preesistente all'interpretazione. Essendo sterminata la letteratura, sia qui sufficiente il richiamo a V. CRISAFULLI, *Disposizione (e norma)*, in *Enciclopedia del diritto*, XIII, Milano, Giuffrè, 1964.

<sup>10</sup> Questi tre tipi di razionalità sono ricordati in E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 25-26.

<sup>11</sup> Il termine “ragionevolezza” non è di per sé sinonimo di “razionalità” – per quanto talvolta sia considerato tale –, ma lo diviene per via ermeneutica se si sostiene l'orientamento ora sotto analisi nel testo. Pare utile consultare, a questo fine, i vocabolari di lingua italiana, anche considerando il dovere generale dell'ermeneuta di interpretare la legge partendo dal suo significato letterale (si ricordi, con riferimento almeno all'ordinamento italiano, l'art. 12 delle Preleggi, comma 1 che – per quanto prodotto di un ormai (ovviamente solo in parte) superato concetto di superiorità assoluta della legge rispetto a qualsiasi altra fonte del diritto – ancora oggi statuisce: “nell'applicare la legge non si può ad essa attribuire altro senso che quello fatto palese dal significato proprio delle parole secondo la connessione di esse”). Per esempio, *Dizionario Italiano*, Santarcangelo di Romagna, Rusconi Libri, 2007, secondo cui “ragionevole” (p. 375) significa giusto-equilibrato, mentre per “razionale” (p. 378) si intende ciò che è fondato su un procedimento rigoroso. In altre parole, comportarsi con razionalità implicherebbe delle decisioni rientranti a pieno titolo nella nozione generale della pura logica, mentre decidere con ragionevolezza postulerebbe delle *scelte* che, in quanto tali, presuppongono degli impulsi di valutazione ed intenzionalità. Al di là del significato semantico fatto proprio dalla lingua italiana, S. LATOUCHE, *Il ragionevole contro il razionale. Contributo alla critica della tirannia dell'Esprit de géométrie*, in *Meridiana*, 1997, Vol. 29, pp. 185-86: “la prima via [della razionalità] consiste nel progettare a partire da una valutazione quantitativa, basata su calcoli, la seconda [della ragionevolezza] nel deliberare a partire da argomenti pro e contro. La prima è la vita della matematica, la seconda quella più tradizionale del politico e del giuridico”. Secondo l'autore – opinione peraltro confermata anche dall'interpretazione dell'investitore ragionevole ora in analisi nel testo – “tutte le società hanno storicamente utilizzato la seconda via per risolvere i loro problemi. Solo l'Occidente ha trasposto nella sfera dei rapporti umani la prima”. Per un altro esempio giuridico – di interesse, tra l'altro, trasversale a qualsiasi settore del diritto – in cui la distinzione tra razionalità e ragionevolezza acquista rilevanza si pensi, per esempio, all'interpretazione analogica che, a differenza

In particolare, la razionalità delle preferenze viene accostata all'obiettivo già più volte accennato di massimizzazione dei profitti cui si dovrebbe teoricamente informare proprio l'*homo economicus*<sup>12</sup>.

Se questo è lo scopo finale ne deriva che l'investitore ragionevole *deve* possedere una serie di qualità specifiche, idonee ad incrementare la ricchezza posseduta. In particolare, si tratta di un essere umano<sup>13</sup> perfettamente capace di comprendere, analizzare e poi elaborare tutte quante le informazioni pubblicamente disponibili sul mercato<sup>14</sup>, con l'intento di individuare il valore fondamentale degli emittenti<sup>15</sup>. Proprio perché soltanto il valore fondamentale costituisce l'interesse esclusivo o comunque principale per un investitore, allora quest'ultimo *deve* essere del tutto capace di distinguere le informazioni materiali da quelle invece immateriali.

Con riguardo alla prospettiva temporale, l'investitore razionale mostra preferenze verso investimenti a lungo termine o, comunque, traslascia quelli per meri fini speculativi<sup>16</sup>.

---

dell'operazione sussuntiva meramente logico-deduttiva (e, quindi, razionale), si configura come attività valutativa e, pertanto, ragionevole; cfr. D. CARUSI, *L'ordine naturale delle cose*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. 353 ss.

<sup>12</sup> Si pensi, per esempio, al *FCA Handbook DTR 2* redatto dall'autorità di controllo dei mercati inglese Financial Conduct Authority (FCA). Al punto 2.2.5, nell'elencare quali siano gli elementi da considerare per qualificare un'informazione come privilegiata, viene inclusa anche la probabilità "that a reasonable investor will make investment decision relating to the relevant financial instrument to maximise his economic self interest" (corsivo aggiunto). Il documento è disponibile all'indirizzo: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/2/?view=chapter>. Si noti che tale orientamento, tuttavia, rischia di circoscrivere eccessivamente quanto debba considerarsi privilegiato soprattutto con riferimento alla normativa anti-*insider trading*. Cfr. Securities and Markets Stakeholder Group, *Advice to ESMA – SMSG Position Paper Regarding ESMA's Work on MAR Level 3-Measure*, ESMA/2015/SMSG, disponibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-smsg-025-smsg\\_position\\_paper\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-smsg-025-smsg_position_paper_mar.pdf).

<sup>13</sup> Il riferimento ad un essere umano, per quanto apparentemente pleonastico, è invece assai rilevante. La sostenuta crisi, ormai profonda, del paradigma dell'investitore ragionevole sarebbe, tra l'altro, anche causata proprio dalla diffusione di operatori di mercato non umani: cfr. T.C.W. LIN, *The New Investor*, in *UCLA Law Review*, 2013, Vol. 60, No. 3, pp. 680-735.

<sup>14</sup> Per esempio, nel contesto tedesco, il *Module C – Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR)* dell'autorità di controllo dei mercati BaFin, al punto I.2.1.4.1, afferma: "an investor therefore reacts in this respect to all information available to him or her that he or she has assessed in full and comprehensively with regard to its price-sensitivity" (corsivo aggiunto). Un investitore si presume ragionare compiutamente con riferimento a tutte le informazioni anche nella celebre pronuncia inglese *Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority*, (2014) UKUT 0233 (TCC).

<sup>15</sup> T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, in *Boston University Law Review*, 2015, Vol. 95, No. 2, p. 467.

<sup>16</sup> *Ibidem*. Secondo la letteratura citata, la speculazione, pur aumentando la liquidità, causa tuttavia una volatilità dei prezzi tanto eccessiva da non garantire mercati efficienti. Si ricordi che – se è razionale chi, da una parte, muta le proprie decisioni di investimento al cambiare delle circostanze basando, dall'altra, le proprie scelte su valutazioni complesse e globali – l'investitore razionale è consapevole di quei rischi che, non manifestandosi in tempi brevi, interessano invece il futuro. Si pensi ad alcuni tipi di rischi sistematici – come quello climatico – che, come già ampiamente illustrato nel precedente capitolo, sono destinati ad affliggere numerosissimi emittenti nel lungo termine. La prospettiva a lungo termine sarebbe, pertanto, sinonimo di una razionalità declinata nel senso di lungimiranza. Per un'analoga percezione si pensi alle conclusioni

Dal punto di vista dell'influenza sulla gestione societaria, l'*homo economicus* si mostra tradizionalmente passivo e disinteressato ad intervenire nella politica della società (cd. *rational apathy*). Manifestando il proprio dissenso semplicemente vendendo gli strumenti finanziari di cui è titolare, predilige l'esercizio dei diritti di *exit* a quelli di *voice*<sup>17</sup>.

In termini di ricchezza, l'*homo economicus* si presume essere in possesso di risorse finanziarie nella media combinate ad un più che buon livello di competenza tecnico-finanziaria.

Risulta evidente che intendere l'investitore ragionevole quale *homo economicus* permette al legislatore, alla giurisprudenza<sup>18</sup> e alle autorità finanziarie<sup>19</sup> di presupporre conoscenze finanziarie, economiche, di funzionamento del mercato e, addirittura, culturali *lato sensu*<sup>20</sup> o matematiche<sup>21</sup>. Non poche sono le situazioni in cui sorge almeno un dubbio di quanto tali presunzioni davvero rispecchino l'effettivo operare nei mercati odierni.

---

dell'avvocato generare Mengozzi relative al caso *Markus Gelll v. Daimler AG*, in cui si sostiene, al paragrafo 71, che per investitore ragionevole debba intendersi quell'investitore "che valuta le notizie concernenti il verificarsi di circostanze od eventi futuri secondo un criterio oggettivo di ragionevolezza e *non perseguendo mere finalità speculative*" (corsivo aggiunto). Nel contesto statunitense, la Corte Suprema in *Basic Inc. v. Levinson* – accogliendo una posizione espressa dal Secondo Circuito nella pronuncia *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* – sembra aver abbracciato invece la concezione opposta, in particolare *Basic Inc. v. Levinson*, 485 US 224, 238 (1988). Anche in dottrina, in ogni caso, vi sono orientamenti che sostengono la ragionevolezza negli speculatori; lo si ricorda in P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, Vol. 18, No. 2, pp. 282-83.

<sup>17</sup> È già stato accennato come proprio questa caratteristica abbia indotto numerosi commentatori a ritenere razionali proprio gli investitori istituzionali. L'interesse verso tematiche ESG, tuttavia, è prodromico ad un'innovativa forma di attivismo. V. *supra*, Capitolo Primo, §2.3 e §3.1.2.

<sup>18</sup> Gli esempi sono infiniti. Nel contesto italiano si può citare Trib. Mil., sez. III, 5 marzo 2008, n. 2727, in cui si afferma che un investitore ragionevole non prenderebbe in considerazione in senso assoluto le notizie dei giornali, trattandosi di informazioni "esprese al condizionale, in termini generali e generici, con ampi range di tolleranza su elementi spesso essenziali". Nel contesto statunitense – oltre ovviamente alla generale *puffery doctrine* – l'investitore ragionevole è stato riconosciuto come capace di comprendere, per esempio, il principio della diversificazione, le condizioni generali dell'economia, il concetto di margine, la struttura di compensazione presente nel mercato del capitale o complicate operazioni matematiche. Cfr. sul tema B. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investor, Efficient Market*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, 2013, Vol. 22, No. 5, pp. 1494 ss.

<sup>19</sup> Si pensi alle *Linee Guida – Gestione delle informazioni privilegiate* n. 1/2017 della Consob. Dal punto 4.6.7 l'autorità stila un elenco dichiaratamente esemplificativo – e nemmeno davvero discriminante – di elementi che siano da ausilio nella qualificazione di un'informazione come privilegiata. Frequentemente l'asticella delle competenze tecniche e delle capacità (non solo) finanziarie si mostra palesemente elevatissima, presumendo per esempio che un investitore ragionevole sia informato di recenti eventi politici ed economici accaduti in un Paese in cui l'emittente possieda rilevanti attività (punto 4.6.7.7).

<sup>20</sup> Sulla questione se un investitore ragionevole legga i giornali – e finanziari e quotidiani addirittura stranieri – cfr. M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *Law and Financial Markets Review*, 2008, Vol. 2, pp. 45 ss.

<sup>21</sup> Sulla presunzione che l'investitore ragionevole "can do the math", cfr. S.J. PADFIELD, *Who Should Do the Math? Materiality Issues in Disclosures that Require Investors to Calculate the Bottom Line*, in *Pepperdine Law Review*, 2007, Vol. 34, No.4, pp. 927-74.

Poggiando su un'uniforme nozione di informazione privilegiata, è evidente che a seconda dell'interpretazione che si dà all'investitore ragionevole si modificherà l'ambito di operatività della disciplina e di *disclosure* e di divieto di *insider trading*. Maggiormente razionale e competente si presume essere l'attore di mercato superiore sarà allora la quantità di informazioni che gli emittenti dovranno divulgare "quanto prima possibile" *ex* 7 MAR; d'altro canto, gli *insiders* dovranno astenersi dall'operare sul mercato rispetto ad un volume più ampio di informazioni, nell'osservanza della tradizionale *disclose or abstain rule*. Tali due discipline vanno intese in senso sistematico, tanto che è stato detto che la normativa europea sugli abusi di mercato si basa su un approccio *cd. disclose and abstain*<sup>22</sup>. Per quanto qui di interesse, è estremamente rilevante evidenziare che i pilastri impliciti in tale espressione – un obbligo di divulgazione a carico degli emittenti e un generale obbligo di astensione da parte degli *insider* – poggiano allo stesso modo sul paradigma dell'investitore ragionevole.

È stato tuttavia osservato un risvolto quasi paradossale di quest'interpretazione: più viene alzato il livello delle competenze finanziarie richiesto, meno allora gli operatori di mercato diverrebbero bisognosi di quelle tutele che il legislatore medesimo esplicitamente indica come obiettivi principi del proprio intervento<sup>23</sup>.

In ogni caso, se in astratto non paiono esserci particolari difficoltà, i dubbi e le incertezze sorgono nel momento in cui si cerchi di comprendere *chi* davvero sia nella realtà l'investitore ragionevole<sup>24</sup>. Il principale elemento ostativo consiste senza dubbio nell'estrema ed

---

<sup>22</sup> L'espressione è usata da alcuni autori per sottolineare il rigore adottato dal legislatore dell'Unione Europea nel propendere per un generale obbligo di *disclosure* particolarmente ampio in quanto a contenuto. Per esempio, P. MARCHETTI, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in P. BALZARINI – G. CARCANO – M. VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 145. Se è vero che tale espressione è stata coniata mentre era in vigore la MAD, si può comunque ritenere che, almeno da questa prospettiva, il rigore del legislatore europeo si sia conservato e, anzi, in parte si sia addirittura intensificato. Infatti, con il MAR si è esteso l'ambito di operatività della disciplina sugli abusi di mercato in una serie distinta di casi. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'art. 7 paragrafo 3 MAR che qualifica (potenzialmente) come privilegiata anche un'informazione concernente la tappa intermedia di un processo prolungato; o ancora, si ricordi l'estensione operativa stabilita *ex* art. 2 anche agli strumenti finanziari negoziati su un MTF o su un OTF.

<sup>23</sup> Il paradosso è evidenziato in M. VENTORUZZO, *Reflection on the Notion of Reasonable Investor*, in *Rivista delle società*, 2019, fasc 5-6, p. 1299: "[t]he interesting paradox, however, is that – on the other hand – the more we "raise the bar", the more the reasonable investor is an efficient and effective information-cruncher, the less we need insider trading rules or protections for investors". La posizione ora espressa, tuttavia, non è del tutto esente da controcritiche. La razionalità, infatti, non postula necessariamente un miglior accesso alle informazioni né potrebbe giustificare l'eventuale decisione di eliminare un divieto di *insider trading*. Il paradosso, in altre parole, sembra per lo più avere valenza generale, ma non particolarmente incisivo con riferimento all'obbligo di *disclosure* e all'abuso di informazioni privilegiate.

<sup>24</sup> E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate, disclosure e ruolo del c.d.a.*, in *Le Società*, 2015, fasc. 10, pp. 1152 ss. che, dopo aver delineato le incertezze rispetto all'identificazione in concreto del paradigma della razionalità,

ineliminabile disomogeneità degli investitori – irriducibili a schemi generali in grado di ricomprenderli tutti – ogni giorno protagonisti nel mercato.

§1.2. *Le due estreme radicalizzazioni: l'investitore ragionevole come personificazione del mercato o come risultato di un'assoluta soggettivazione in concreto*

Non deve sorprendere se – radicalizzando la visione perfettamente razionale degli agenti operanti nel mercato – un certo consolidato orientamento abbia interpretato l'investitore ragionevole come personificazione del mercato medesimo (*market as a whole*).

Non potendosi individuare un reale ed effettivo investitore medio, si preferisce allora considerare lo *standard* in questione del tutto coerente con le teorie economiche della ECMH e del valore fondamentale. Il risultato, tuttavia, è all'origine di un nuovo *impasse*: pur se invocata nell'intento di fornire chiarezza, tale interpretazione si mostra oscura su che cosa debba considerarsi effettivamente per mercato<sup>25</sup>. Si presenta, in altre parole, quello stesso ostacolo esegetico che si tenterebbe invano di risolvere.

La questione di quanto i comportamenti reali del mercato debbano essere presi in considerazione incarna senza dubbio la *querelle* giuridica principale.

Un primo orientamento suggerisce di escludere dalla valutazione qualsiasi accadimento effettivo *ex post*, articolando il ragionamento in vario modo. Due, almeno, sono gli argomenti: da una parte, si ricorda che *soltanto* le informazioni attinenti al valore fondamentale sono considerate in una decisione di investimento; dall'altra, si valorizza l'impianto architettonico predisposto dal legislatore dell'Unione Europea che nella disciplina del MAR impone – nel considerando n. 14 – una valutazione *ex ante* ponendosi quella *ex post* – secondo il considerando n. 15 – quale mero (eventuale) riscontro empirico<sup>26</sup>.

Un secondo orientamento assume la posizione antitetica: anche gli eventi reali del mercato – intesi come le effettive variazioni dei prezzi<sup>27</sup> – debbono essere oggetto di attenta

---

rimembra che, a seconda della scelta effettuata, si estenderà o si ridurrà l'ambito di applicazione della disciplina normativa, con effetti dirompenti sia per gli emittenti finanziari che per gli *insider* in relazione a fattispecie sanzionate (anche) penalmente. Si considerino, per esempio, le differenze dell'oggetto di *disclosure* a seconda che si adotti la prospettiva di un investitore professionale ovvero di uno non sofisticato: cfr. C. IBBA, *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Profili generali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2019, fasc. 2, pp. 605 ss.

<sup>25</sup> Questa incertezza è ricordata da P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 16, pp. 282-83.

<sup>26</sup> *Ibidem*, p. 282.

<sup>27</sup> Per una distinzione nelle conclusioni tra una prospettiva *ex ante* ed una *ex post* si pensi al seguente esempio. Viene pubblicato, in un piccolo giornale, un articolo secondo cui i prezzi degli strumenti finanziari di un dato emittente – per qualsiasi ragione – aumenteranno. Secondo una prospettiva *ex ante*, è necessario valutare una

valutazione da parte dell'interprete. Pur se apparentemente parrebbe scostarsi dai modelli economici tradizionali, a ben vedere tale orientamento risulta del tutto coerente con la visione di un mercato quale luogo dominato dalla razionalità. Si ritiene, infatti, che se *ex post* vi è stato uno spostamento dei prezzi degli strumenti finanziari, allora l'informazione era pienamente idonea ad avere un effetto significativo già secondo una prospettiva *ex ante*<sup>28</sup>. È importante, tuttavia, ricordare come l'interpretazione dell'investitore ragionevole quale personificazione del mercato proponga in fondo l'introduzione di una vera e propria *bright-line rule*, tecnica normativa che – anche a livello interpretativo – è stata più volte rifiutata rispetto alla nozione di materialità. In particolare, nella pronuncia *Basic Inv v. Levinson* la Corte Suprema rigetta il *market test* prediligendo differenti metodi nell'accertamento della *materiality* e, quindi, intimando un'interpretazione dell'investitore ragionevole che non lo esaurisca in un sinonimo del mercato medesimo<sup>29</sup>.

---

serie di fattori, tra cui, senza dubbio, l'autorevolezza della fonte, la notorietà del giornalista e del giornale, la precisione dello studio e la certezza dei dati su cui esso si è basato; in altre parole, risulta fondamentale l'analisi della credibilità. Così operando, si immagina che l'informazione ad oggetto l'imminente pubblicazione dell'articolo pubblicato risulti del tutto insignificante – *i.e.* insuscettibile di essere materiale. Ora, la prospettiva *ex post*. Si immagina che – per qualsiasi ragione – tale articolo in realtà abbia una diffusione straordinaria, per esempio perché ripreso *ad litteram* da altri giornali più importanti; si crea, così, una catena di investimenti sempre più consistenti, anche a causa del verificarsi dei cd. comportamenti gregari (sugli *herd behavior v. infra*, Capitolo Secondo, §1.5.1). La complessità e casualità di quanto possa accadere nella realtà, in questo caso, non poteva essere prevista *ex ante*. Tra l'altro, sia detto qui per inciso che i fattori da dover prendere in considerazione nell'eventuale qualificazione dell'informazione, ad oggetto l'imminente pubblicazione di un articolo di giornale, come privilegiata sono stati affrontati dalla CGUE in un caso recente: CGUE, sent. 15 marzo 2022, *M.A. v. Autorité des marchés financiers (AMF)*, causa C-302/20, ECLI:EU:C:2022:190. Nella pronuncia – ad oggetto un articolo di stampa indicante un'imminente OPA – si è detto, al punto 57, che è necessario in particolare verificare: la presenza nell'articolo dell'indicazione del prezzo di acquisto degli strumenti finanziari; l'identità del giornalista; l'identità dell'organo di stampa che ha pubblicato l'articolo. In ogni caso, nella pronuncia la CGUE ha ricordato, al punto 56, che “l'influenza effettiva di una pubblicazione sul prezzo dei titoli oggetto della medesima pubblicazione può costituire una prova *ex post* del carattere preciso dell'informazione relativa a detta pubblicazione. Per contro, essa non può essere sufficiente, di per sé, a dimostrare, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, un siffatto carattere preciso”. Se pur la pronuncia compia i ragionamenti ora ricordati rispetto all'accertamento del requisito di precisione, paiono comunque rilevanti *anche* con riferimento all'influenza sui prezzi e all'investitore ragionevole e, di conseguenza, per la significatività. Per un'analisi della pronuncia, cfr. M. VENTORUZZO, *La meta-informazione privilegiata: il giornale di domani e gli abusi di mercato*, in *Rivista di diritto dei media*, 2022, fasc. 2, pp. 253-60.

<sup>28</sup> P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 16, p. 283, nota 127: “the actual price movement in an efficient market does indicate the *ex ante* information was price sensitive. Therefore [...] the crucial question is whether the market in question was an efficient one”. Nel contesto statunitense, non poche sono le pronunce che richiamano quest'argomentazione nelle motivazioni. Per esempio *In re Burlington Coat Factory*, 114 F 3d 1410, 1425 (3rd Cir, 1997): “efficient markets are those in which information important to reasonable investor (*in effect, the market...*) is immediately incorporated into stock prices” (corsivo aggiunto).

<sup>29</sup> C'è chi, comunque, interpreta l'atteggiarsi della Corte Suprema in *Basic* non come un rifiuto assoluto di qualsiasi *bright-line rule*, ma semplicemente come rigetto di quelle specificatamente invocate nell'ambito del procedimento. L'orientamento è sostenuto da R.A. BOOTH, *The Two Faces of Materiality*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, Vol. 38, pp. 533 ss.

Si consideri, poi, che in questo modo la visione del mercato sarebbe del tutto utopistica ed astratta. Non soltanto, cioè, si assumerebbe a dogma la razionalità perfetta degli attori economici ma, ulteriormente, si escluderebbe *in toto* la possibilità di reazione tardive – e quindi non immediate – alla divulgazione di informazioni, così da consentire o agli emittenti o agli *insider* di avvantaggiarsi sfruttando gli spazi interstiziali di inefficienza del mercato<sup>30</sup>. L'interpretazione finora accennata raggiungerebbe il risultato evidente di esaurire qualsiasi riferimento alla figura del *reasonable investor*, eliminando alla radice la *querelle* interpretativa, ormai sì annosa ma comunque sempre profondamente attuale<sup>31</sup>.

Si conserverebbe, in altre parole, soltanto una delle facce – quella squisitamente oggettiva – della nozione di significatività in senso giuridico<sup>32</sup>. Ad analoga conclusione giungono quegli orientamenti che individuano nel sistema una vera e propria presunzione<sup>33</sup>: sarebbe sufficiente, cioè, che un'informazione sia idonea ad impattare sui prezzi perché si presumi – appunto – che un investitore ragionevole l'abbia presa in considerazione. Risulta in questo caso evidente il rischio di pericoloso intrecciarsi tra piani temporali distinti da dover invece tenere rigorosamente separati<sup>34</sup>.

È bene ricordare, tuttavia, che, se la giurisprudenza statunitense e il legislatore dell'Unione Europea avessero previsto esclusivamente o il requisito dell'impatto sui prezzi o la figura

---

<sup>30</sup> Considerazione cara e conosciuta alla giurisprudenza statunitense ormai da anni. Per esempio, *No. 84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust v. America West Holding Co*, 320 F 3d 920 (9<sup>th</sup> Cir, 2003): “we reject Defendant’s argument for adoption of a bright-line rule requiring an immediate market reaction. [...] Because of these distortions, adoption of a bright-line rule assuming that the stock price will instantly react would fail to address the realities of the market. Thus, we decline to adopt a bright-line rule, and, instead, engage in the “fact-specific inquiry” set forth in *Basic*”.

<sup>31</sup> La necessità di non esiliare l'aspetto soggettivo della materialità è ben sentita anche nel mondo finanziario statunitense. Si pensi, per esempio, alla recentissima (2022) proposta della SEC *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*. L'autorità mantiene centrale – per quanto contestualizzata alle specifiche esigenze – la figura dell'investitore ragionevole, percepandone i relativi pregi: cfr. G. ACUNZO – R. GIACOMELLI, *Principi internazionali sull'informativa di sostenibilità: proposte a confronto*, in *Bilancio e Revisione*, 2022, fasc. 10, pp. 25 ss.

<sup>32</sup> Nel contesto dottrinale italiano, S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale. Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2008, fasc. 3, p. 337: “una volta stabilito che la nozione di informazione privilegiata postula, nel caso dell'*insider trading*, una *valutazione oggettiva* sulla sua concreta potenzialità di influenzare sensibilmente il prezzo del titolo [...] può ritenersi che in tale valutazione oggettiva *sia assorbita* la figura del ragionevole investitore, relegata così al ruolo di una *mera iterazione*” (corsivo aggiunto). La posizione suggerita dall'autore è stata ampiamente difesa da gran parte della dottrina, riscuotendo non rari consensi: cfr., per esempio, L.D. CERQUA – G. CANZIO – L. LUPARIA, *Diritto penale delle società*, Tomo I, Padova, Cedam, 2014, p. 720.

<sup>33</sup> P. GIUDICI, *Informazione privilegiata e responsabilità civile*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2, pp. 143 ss.

<sup>34</sup> Con un occhio di riguardo alla disciplina anti-*insider trading*, il pericolo sarebbe poi quello di limitarsi all'accertamento di una semplice violazione delle “regole del gioco”: cfr. E. AMATI, *Aggiotaggio operativo e scalate bancarie “occulte”. Il caso Antonveneta*, in *Le Società*, 2012, fasc. 12, pp. 1347 ss.

dell'investitore ragionevole, i risultati sarebbero stati del tutto controproducenti rispetto agli obiettivi di tutela dell'integrità e di fiducia nel mercato. Da una parte, concentrarsi esclusivamente sulla *price-sensitivity* avrebbe potuto comportare una legittimazione eccessiva degli investimenti speculativi a breve termine e, al contempo, avrebbe trascurato quegli investitori che valutano le informazioni soprattutto per il loro contenuto e non solo per il loro (immediato) impatto sui prezzi<sup>35</sup>; dall'altra, invece, contemplare soltanto il paradigma dell'investitore ragionevole avrebbe rischiato di creare ancora più incertezza ermeneutica<sup>36</sup>.

L'investitore e il mercato devono, di conseguenza, essere considerati necessariamente entità distinte ed autonome<sup>37</sup>. Soltanto così, infatti, si rispetta la portata della nozione così come delineata dall'ordinamento giuridico statunitense e da quello europeo, nozione che si presenta, proprio per tale ragione, profondamente differente – in quanto maggiormente variegata e proteiforme – da quella prettamente finanziaria<sup>38</sup>.

D'altro canto, nemmeno è scontato che l'esaurimento della materialità nel suo solo carattere oggettivo sarebbe finalmente in grado di assicurare la certezza assoluta per gli investitori, gli emittenti e gli *insider*<sup>39</sup>: concentrarsi esclusivamente sull'impatto sui prezzi sconta comunque non pochi dubbi e difficoltà. *In primis*, la variazione dei prezzi può essere il risultato di una *pluralità* di informazioni distinte fra loro, di modo che la valutazione prodromica alla decisione di investimento non si limita ad un solo *singolo* dato conoscitivo analizzato. In secondo luogo, la reazione del mercato non sempre è immediata ma è anzi

---

<sup>35</sup> Si pensi a dinamiche irrazionali del mercato, che potrebbero causare variazione dei prezzi non basate su informazioni attinenti al valore fondamentale dell'emittente.

<sup>36</sup> Cfr. C. MOSCA – C. PICCIAU, *Making Non-Financial Information Count: Accountability and Materiality in Sustainability Reporting*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2020, No. 3536460, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3536460> e, nel panorama dottrinario penalistico, F. CONSULICH – F. MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2, pp. 184 ss.

<sup>37</sup> In modo cristallino e perentorio M.J. DUFFY, *Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable investor*, in *Monash University Law Review*, 2012, vol. 38, No. 2, p. 45: “[i]t is submitted however that “the market” and the “reasonable investor” remain as two different entities and should not be confused”.

<sup>38</sup> È *material* in senso esclusivamente finanziario quell'informazione capace di influenzare i prezzi degli strumenti finanziari, implicando quindi un riferimento soltanto ad uno dei due caratteri della materialità in senso giuridico. In quest'ultimo caso, infatti, la valutazione può comprendere informazioni che, pur non impattando (immediatamente) sui prezzi, comunque avrebbero potuto essere considerate da un investitore ragionevole. Cfr. in proposito J.C. COFFE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in *The Business Lawyer*, 2005, Vol. 60, No. 2, pp. 533-48.

<sup>39</sup> L'argomento della certezza viene tuttavia di frequente invocato dai sostenitori dell'orientamento ora sotto analisi, sia in giurisprudenza sia in dottrina. Per esempio, la Corte Suprema irlandese, imponendo talvolta una concezione unicamente oggettiva dell'investitore ragionevole – esauritosi così nella sola *price-sensitivity* – ritiene in questo modo raggiunta una definitiva certezza giuridica. Cfr. J. COFFEY, *The Reasonable Investor Test across Two Continents*, in *Journal of the Australian Law Teacher Association*, 2008, pp. 47 ss.

frequentemente graduale, rendendo ancora più complicato individuare il preciso impatto di una singola informazione in una dinamica complessiva<sup>40</sup>. Infine, numerose sono le situazioni in cui un'informazione dal contenuto negativo viene compensata da una speculare informazione dal contenuto positivo, complicando la valutazione ed ingarbugliandosi i distinti effetti<sup>41</sup>. Si può quindi concludere affermando che sono proprio le incertezze su quanto certe dinamiche finanziarie impattino sui prezzi a rendere ancora più centrale la nozione di investitore ragionevole.

Infine, può qui essere ricordato un differente orientamento che presenta elementi in comune rispetto a quello – oggettivo – appena descritto, condividendone il carattere radicale, pur se nel verso opposto. Se è vero che non possa accettarsi di esaurire il paradigma dell'investitore ragionevole a “mera iterazione”, allo stesso modo non si può nemmeno condividere la posizione di chi intenderebbe attribuire allo *standard* una valenza del tutto soggettiva<sup>42</sup>.

La figura dell'investitore ragionevole, pur se frutto di un complesso coniugarsi di valutazioni oggettive e soggettive, rimane pur sempre un paradigma generale ed astratto che non può in alcun modo riferirsi al *singolo* investitore nell'ambito di una determinata e specifica fattispecie<sup>43</sup>. La conseguenza sarebbe un completo svuotamento del suo stesso significato come premessa di un vero e proprio arbitrio da parte del potere giudiziario e precursore di una definitiva ed irragionevole incertezza del diritto<sup>44</sup>. La tutela dei mercati, in altre parole,

---

<sup>40</sup> Le dinamiche estremamente complesse di fusioni e acquisizioni (cd. “M&A”) ne sono un esempio: se è sicuro che comportino rendimenti positivi per gli azionisti della società *target*, ancora non vi è consenso su quali precisi effetti finanziari si manifestino per i soci della società acquirente. Sul tema cfr. V.D. TOUNTOPOULOS, *Disclosure of Insider Information in Cross-Border Mergers*, in T. PAPADOPOULOS (a cura di), *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*, Berlino, Springer, 2019, pp. 123 ss.

<sup>41</sup> Non solo il legislatore e la giurisprudenza europea, ma – proprio per queste, ed altre, ragioni – anche le corti statunitensi tendono a ritenere quanto accaduto *ex post* un mero riscontro probatorio. Cfr. J.P. ANDERSON, *Solving the paradox of insider trading compliance*, in *Temple Law Review*, 2016, Vol. 88, No. 2, pp. 292 ss.

<sup>42</sup> È d'interesse notare che nel *Final Report – MAR Review*, l'ESMA ricorda a p. 164, punto 727, che c'è chi ha addirittura suggerito di conservare – nella definizione di informazione privilegiata – esclusivamente la prospettiva dell'investitore ragionevole, abrogando al contempo il suo carattere *price-sensitive*. Il rischio di soggettivazione è evidente, cosicché una siffatta soluzione porrebbe il fianco alle critiche esposte *infra* nella presente sezione.

<sup>43</sup> Si consideri ulteriormente che la nozione di investitore ragionevole deve essere accertata in coerenza con quella di effetto significativo sui prezzi. Di conseguenza, un'informazione giudicata in grado di influenzare un *determinato* singolo investitore potrebbe essere invece trascurata *in generale*, non producendo alcuna evoluzione dei prezzi. Cfr. S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale*. Disclose or abstain? *La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, cit. alla nota 32, pp. 337 ss.

<sup>44</sup> Per questa ragione pare erronea la posizione assunta da alcuni giudici di merito nel panorama giurisprudenziale italiano. Per esempio Trib. Mil., 25 ottobre 2006, n. 6 in cui si afferma che “la definizione di informazione *price sensitive* è stata declinata in *termini non oggettivi, ma soggettivi*”, di modo che “non è neppure necessario che il giudice accerti l'esistenza dell'effetto dell'abuso sul mercato”. Egualmente scorretta

non deve sciuparsi in valutazioni di matrice esclusivamente soggettiva, essendo anzi posta a garanzia di interessi specificatamente superindividuali<sup>45</sup>.

Per comprendere le differenze di ordine pratico dei due orientamenti analizzati nella presente sezione – l'investitore ragionevole come personificazione del mercato o come *singolo* attore di mercato – pare essere utile un esempio che è già stato proposto in nota. Si immagini che un piccolo giornale pubblichi un articolo secondo cui, a breve, si verificherà un evento idoneo a influenzare i prezzi degli strumenti finanziari emessi dalla società X. La notizia subisce una straordinaria diffusione, causando in questo modo una catena di investimenti sempre più consistenti anche a seguito di comportamenti gregari sempre più diffusi. A questo punto, nell'accertare la significatività dell'informazione ad oggetto (non l'articolo bensì) la pubblicazione dell'articolo, divergono le distinte interpretazioni.

Ad ammettere che l'investitore ragionevole si identifichi con il mercato nel suo insieme, si è detto che tale orientamento mostra margini di incertezza rispetto alla necessità di valutare le variazioni di prezzo *effettive*. Se quanto accaduto *ex post* non deve essere considerato, allora probabilmente l'informazione ad oggetto l'imminente pubblicazione non potrebbe essere significativa perché, per esempio, non basata su dati attendibili, non scritta da un giornalista particolarmente noto, non inserita in un giornale autorevole in ambito finanziario. Se, invece, gli eventi *ex post* acquistano rilevanza, si dovrà tener conto dell'influenza *effettiva* della pubblicazione dell'articolo sui prezzi, anche se essa non poteva qualificarsi materiale secondo una prospettiva *ex ante*.

Identificando – in base all'orientamento qui accusato di radicale soggettivazione – l'investitore ragionevole con il *singolo* operatore di mercato della *singola* fattispecie, risulta quasi impossibile formulare una qualsiasi previsione, anche se solo in termini ipotetici ed

---

sembra essere la metodologia seguita da quei giudici che concentrano le proprie attenzioni sulle qualità dell'*insider* accusato di abuso di informazioni privilegiate: la prospettiva – si ripete ancora una volta – non è quella dell'investitore nella singola fattispecie quanto piuttosto quella di una figura del tutto ipotetica. La questione non è se l'*insider* del giudizio possa considerarsi dotato di un certo livello di competenze finanziarie ma è anzi quella di comprendere *chi* possa davvero essere l'investitore ragionevole. Si sta qui ragionando nel tentativo di individuare già in astratto il contenuto semantico dello *standard*, tentativo che prescinde in questo momento da ogni valutazione squisitamente concreta di specifiche fattispecie. Per l'approccio appena criticato per esempio C. Mil. App., sez. I, 29 gennaio 2019, n. 399.

<sup>45</sup> Ad evidenziare questo pericolo F. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del D. lgs. 58/98*, in *Rivista trimestrale di Diritto penale economia*, 2000, p. 944 che sostiene come la clausola dell'investitore ragionevole non possa essere ridotta a "pigre formulette dietro le quali celare un accertamento fondato sulla soltanto apparente logica del caso per caso, affidato quindi ad una valutazione *eminente* soggettiva; sicché, al di là dei *cliché* linguistici, si tratta di cogliere gli effettivi elementi contenutistici che li riempiono, in modo da giungere ad un apprezzamento della clausola normativa legata a canoni *tendenzialmente oggettivi*" (corsivo aggiunto).

astratti. Tizio, lettore affezionato al giornale da anni, ritiene che questa notizia sia attendibile soltanto perché proveniente dal proprio quotidiano preferito; Caio, di cui un recente articolo del medesimo giornale ha raccontato un evento in modo del tutto falso, si è convinto che quanto detto da tale fonte non possa mai prendersi seriamente in considerazione, decidendo pertanto – soltanto per questa esclusiva ragione – di non investire; Mevio, insofferente ai beni prodotti dall'emittente considerato dalla pubblicazione, decide di non investire, ma soltanto per preferenze squisitamente personali. E così via.

In conclusione, deve prendersi atto dell'intrinseca versatilità – o ambiguità, che dir si voglia – dello *standard*, che combina, come accennato, elementi soggettivi con elementi soggettivi<sup>46</sup>, valutazioni astratte con accertamenti empirici, tipi weberiani con modelli reali. Un apparente agnosticismo del legislatore avrebbe raggiunto così il suo massimo apice<sup>47</sup>.

### §1.3. In medio stat virtus: *l'investitore ragionevole come individuo senza qualità*

Il principale concretizzarsi dell'*homo economicus* nella realtà si è risolto con la sua identificazione in un modello di investitore – per cui il legislatore potrebbe definirsi virtuoso in senso aristotelico-ovidiano<sup>48</sup> – con medie qualità e competenze, collocandosi, in quanto a capacità, tra quelle di un investitore sofisticato e quelle – a dire il vero quasi assenti – del profano ignaro del funzionamento dei mercati<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> L'ingarbugliarsi di elementi oggettivi e soggettivi dell'investitore ragionevole è ben illustrato da S. GIAVAZZI, *Insider Trading: profili di incostituzionalità*, in *Le Società*, 2004, fasc. 3, pp. 350 ss.

<sup>47</sup> Il legislatore è stato accusato di agnosticismo proprio per aver introdotto una figura che si indirizza, pur concetto astratto, verso operatori reali di mercato, combinando ulteriormente, come accennato nel testo, elementi oggettivi e soggettivi. L'agnosticismo sarebbe, in altre parole, la caratteristica di un legislatore che parrebbe astenersi dall'introdurre una nozione (o, quanto meno, chiarirla in modo che essa sia) precisa, analitica e il meno vaga possibile. L'espressione è richiamata ed illustrata in G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2014, fasc. 5, pp. 1036 ss.

<sup>48</sup> L'espressione *in medio stat virtus* – che si può considerare alla base dell'interpretazione dell'investitore ragionevole come investitore dalle medie competenze – trova la sua origine, prima ancora che nella filosofia scolastica medievale, nell'*Etica Nicomachea* del filosofo Aristotele (“il mezzo è la cosa migliore”) e nelle *Metamorfosi* del latino Ovidio, secondo cui “medio tutissimus ibis”, ovvero “nel mezzo camminerai sicurissimo”. Da queste premesse, si può affermare che il legislatore abbia individuato il centro naturalistico dello *standard* manifestando una particolare virtù mediana: l'agente medio verrebbe scelto – stante la correttezza dell'interpretazione ora in analisi nel testo – perché soggetto che, senza sconfinare nell'irragionevolezza, è al contempo nella realtà statisticamente più frequente di un operatore sofisticato.

<sup>49</sup> Le origini dell'idea per cui sia possibile estrarre le caratteristiche “medie” degli esseri umani sono state rintracciate negli studi del XIX secolo di Adolphe Quetelet, la cui conclusione consiste nella enunciazione – appunto - del concetto di “uomo medio”; A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, fasc. 2, p. 27, nota 50: “vagliando un'enorme mole di dati statistici e ricorrendo in particolare frequentemente alle distribuzioni gaussiane, [Quetelet] arrivò ad elaborare un concetto di “uomo medio”, che con un autentico salto logico pose al centro di un'elaborazione ideale nella quale cercava di ricostruire e spiegare i fenomeni sociali sulla base di leggi fisiche”.

Si profila così l'esistenza di un "investitore senza qualità"<sup>50</sup>, non sprovveduto come un investitore del tutto irrazionale ma nemmeno capace di elaborare criticamente tutte quante le informazioni pubblicamente disponibili; non tanto spregiudicato da assumersi rischi irragionevoli<sup>51</sup> ma nemmeno consapevole di *tutti* i rischi derivanti dall'operare sui mercati finanziari<sup>52</sup>. In sintesi, il riferimento sarebbe ad un "rational human being of *average* wealth and *ordinary* financial sophistication that invests passively for the long term"<sup>53</sup>.

Tale concezione pare essere diffusa – ovviamente, anche se non in modo del tutto unanime<sup>54</sup> – sia nella maggioranza della dottrina<sup>55</sup> sia nella preponderante giurisprudenza sia ancora nelle prevalenti autorità finanziarie europee<sup>56</sup>.

Con riguardo al formante dottrinario, tale interpretazione viene avvalorata almeno da due specifiche ragioni: consente una seppur minima forma di oggettivizzazione senza tuttavia rendere lo *standard* dell'investitore ragionevole pleonastico ed invisibile all'interprete<sup>57</sup>; permette di raggiungere una parvenza di certezza e di sicurezza, mostrando la possibilità

---

<sup>50</sup> F. CONSULICH, *Il nastro di Mobius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2018, fasc. 2, pp. 213 ss.

<sup>51</sup> L'ordinarietà dell'investitore viene, infatti, talvolta associata ad un'attenta prudenza nelle condotte finanziarie. Ne sono prova sintagmi quali "ordinary prudent investor" o "reasonably cautious investor" nel contesto statunitense ovvero vere e proprie endiadi nel quadro giurisprudenziale italiano (per esempio "investitore prudente e ragionevole" in C. Bar. App., sez. speciale Impresa, 2 settembre 2019, n. 1854, o – ancora – quando si afferma che per investitore ragionevole non si deve intendere un investitore "temerario o anche soltanto coraggioso" in Cass. Pen., sez. V, 3 marzo 2010, n. 8588).

<sup>52</sup> A proposito del fattore rischio, E. PEDERZINI, *Art. 181 T.U.F.*, in E. PEDERZINI (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civili commerciali*, 2007, p. 1033 che identifica l'investitore ragionevole in "un investitore, se pur non professionale, certo accorto ed avvezzo alle negoziazioni sul mercato finanziario e *non inconsapevole delle alee economiche e delle regole che lo governano*. Non un investitore occasionale, comunque, ma un soggetto economico in grado di ponderare l'intero bagaglio di conoscenze delle quali dispone nel momento nel quale intende operare sul mercato" (corsivo aggiunto).

<sup>53</sup> T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, cit. alla nota 15, p. 468 (corsivo aggiunto).

<sup>54</sup> Per esempio, A. ALESSANDRI, *Rassegna sugli abusi di mercato: la manipolazione del mercato*, in *Giurisprudenza Commentata.*, 2015, fasc. 2, pp. 421 ss. che afferma: "[l]'investitore medio è una creazione puramente concettuale e astratta, mentre nella realtà del mercato esistono diversissime figure di attori, tra le quali predominano sempre più gli operatori specializzati, dotati di un bagaglio tecnico e di una competenza che certamente non può essere definita media".

<sup>55</sup> Nella manualistica principale questa è l'interpretazione il più delle volte sostenuta. Per esempio, in S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, Volume II, Torino, Giappichelli, 2021, Seconda edizione.

<sup>56</sup> Per esempio, per l'autorità di controllo tedesca. Nel documento *Module C – Requirements based on the Market Abuse Regulation (MAR)* redatto dalla BaFin si legge, al punto I.2.1.4.1, che il referente naturalistico dello *standard* è "an average investor with *reasonable knowledge* of the stock markets who makes his or her decisions on the basis of an objectively verifiable point of reference" (corsivo aggiunto). Ancora: "*BaFin does not believe that specialist expertise is necessary*, although the reasonable investor should be familiar with the main features of securities trading practices and company law" (corsivo aggiunto).

<sup>57</sup> Anche se non con riferimento specifico all'investitore ragionevole, cfr. S. ZORZETTO, *La ragionevolezza dei privati. Saggio di metagiurisprudenza esplicativa*, cit. alla nota 7, p. 97: "secondo la maggior parte dei giuristi, grazie al modello della persona ragionevole, è possibile *valutare le circostanze concrete del caso senza però scivolare in un giudizio soggettivo*".

quanto meno teorica che i mercati siano mossi da interessi e strumenti di agenti razionali<sup>58</sup>. Pur nella consapevolezza delle criticità comunque sussistenti, la proposta è ritenuta tuttavia la più percorribile tra i sentieri ermeneutici.

Non devono essere tuttavia tralasciate le peculiarità specifiche delle dinamiche nei vari settori di mercato, cosicché è imprescindibile che l'investitore medio sia individuato rispetto al determinato contesto in cui opera. Dovrà quindi essere attentamente analizzato in particolare il tipo di strumento finanziario oggetto di negoziazione nonché il tipo di mercato in cui sia avvenuto lo scambio finanziario<sup>59</sup>.

Sul versante giurisprudenziale, nel contesto italiano – e non solo<sup>60</sup> - è stata ormai assunta da tempo tale posizione esegetica: si è formato, addirittura, un vero e proprio diritto vivente essendo ormai più volte intervenuto l'avallo da parte della Corte di Cassazione.

Viene, in questo modo, valorizzato il termine “ragionevole” utilizzato dal legislatore dell'Unione Europea come attuazione di un più generale principio di ragionevolezza, che incarna in sintesi “un limite di fondo per il giudice nella concretizzazione delle clausole generali”<sup>61</sup>.

Intrepretare secondo ragionevolezza – termine a ben vedere ancora multiforme – lo *standard* dell'investitore ragionevole non esprime una banale endiadi o una mera ripetizione ma postulerebbe, al contrario, l'individuazione del referente reale in un compromesso, un investitore, cioè, che si collochi idealmente al centro di un allegorico segmento i cui estremi siano l'investitore istituzionale da una parte e l'investitore ignaro dall'altra.

---

<sup>58</sup> *Ibidem*, pp. 96-97: “è ragionevole un comportamento medio, ordinario, equilibrato, proporzionato, coerente”. Ancora: “una persona ragionevole è quindi una persona [...] che confronta le sue azioni a parametri abituali, che agisce conformemente alle regole di una certa comunità, che non si comporta in modo assurdo e neppure predatorio e dà una ragione plausibile delle proprie scelte”.

<sup>59</sup> F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 366 ss. L'autore afferma che è necessario “abbandonare ogni modello aprioristico di investitore ragionevole, per costruirne tante specie, ognuna aderente al concreto mercato di riferimento [...] L'investitore modello ricostruito avrà i tratti comuni a tutti coloro che si scambiano strumenti finanziari nel medesimo momento e sul medesimo mercato”. Questa valutazione in concreto dell'investitore ragionevole – si ricordi – è comunque cosa altra rispetto all'elaborazione necessariamente contestuale delle informazioni precedenti alle operazioni di mercato suggerita dal considerando n. 14 MAR.

<sup>60</sup> Si pensi al versante giurisprudenziale statunitense che associa al canone del *reasonable investor* espressioni quali “average reasonable investor”, “average investor”, “prototype reasonable investor” e così via. Queste ed altre interpretazioni statunitensi sono studiate in M.J. DUFFY, *Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable investor*, cit. alla nota 37, pp. 43 ss.

<sup>61</sup> Così Trib. Nap., sez. VII, 27 marzo 2017, n. 3637, in cui viene compiuto tra l'altro un inquadramento generale della ragionevolezza nel panorama normativo italiano, con un richiamo esplicito – nonché scontato data la sua importanza – alla figura dell'investitore ragionevole, allora contenuta nell'art. 181 comma 4 TUF.

L'investitore medio incarnerebbe, quindi, la maturata convinzione che la nozione astratta di *homo economicus* non è niente affatto capace di rappresentare la maggior parte di quegli investitori realmente operanti nel mercato. Insomma, considerata la “irrequietezza e le complicate dinamiche del mercato, ormai strutturali nel mondo in cui viviamo”<sup>62</sup> una perfetta capacità di previsione dei fenomeni finanziari potrebbe essere abbinata “solo a capacità divinatorie, e non già al possesso di informazioni pur sempre di natura tecnico-finanziarie”<sup>63</sup>. L'accennata consapevolezza, tuttavia, viene data il più delle volte per sottintesa dalla giurisprudenza. In altre parole, nelle motivazioni si enunciano le capacità di livello medio senza tuttavia addurre le ragioni per cui lo *standard* debba così essere interpretato. L'indagine diviene così quasi meramente sociologica: si scopre che questa è l'interpretazione prevalente nella giurisprudenza italiana senza tuttavia poter scorgere le sorgenti motivazionali del suo consolidarsi<sup>64</sup>. Oltre ad una scontata preoccupazione sul rispetto di certezza nell'applicazione del diritto, sorge il pericolo di un ennesimo (non formale ma) sostanziale esaurirsi della significatività nel solo impatto sui prezzi, allineandosi alla posizione – già contestata – di chi individua come referente dello *standard* il mercato medesimo.

La critica principale mossa avverso tale orientamento accusa quest'ultimo di incoerenza rispetto alla ECMH. A consentire effettivamente un mutamento dei prezzi degli strumenti finanziari non sono necessariamente investitori di medie competenze – che quindi ben possono includere una certa quantità di investitori al dettaglio – ma anzi è sufficiente una minoranza sufficientemente ampia che il più delle volte coincide con gli investitori

---

<sup>62</sup> Così Cass. Pen., sez. V, 15 aprile 2019, n. 39999.

<sup>63</sup> *Ibidem*.

<sup>64</sup> Alcuni esempi sono stati già forniti *supra* (v. Capitolo Primo, §1.2). A titolo esemplificativo si considerino: Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2011, n. 28932 (“non è il soggetto professionalmente esperto” ma l'investitore “di comune avvedutezza, tuttavia suscettibile di essere tratto in inganno”; “non è il *quivis de populo* il referente del mendacio rilevante, bensì la persone di comune avvedutezza e discernimento”), Cass. Pen., sez. V, 28 novembre 2018, n. 53437 (“quale uomo medio che opera sul pericoloso mercato finanziario con ragionevolezza, non già con una peculiare dotazione di scienza e valendosi di un bagaglio informativo acquisito”), Cass. Pen., sez. V, 4 maggio 2022, n. 17789 (“qualunque investitore medio [...]”), o – nella giurisprudenza di merito - Trib. Mil., 28 maggio 2011 (“operatore medio che disponga delle normali informazioni riguardanti gli strumenti finanziari”), C. Ven. App., 29 settembre 2020, n. 2536 (“per un investitore medio”). Una delle critiche sollevate a tale concezione ermeneutica ne evidenzierebbe un'ambiguità linguistica. Non si comprenderebbe, cioè, se con il termine “medio” si intenda riferirsi ad un soggetto di medie competenze ovvero all'investitore così come mediamente si comporta nel senso di *id quod plerumque accidit*. Le pronunce appena elencate sembrano propendere per la prima soluzione. In ogni caso, per una critica all'utilizzo del metodo dell'*id quod plerumque accidit* con riferimento all'investitore ragionevole cfr. S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale. Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, cit. alla nota 32, pp. 337 ss.

sofisticati. Sono quest'ultimi, infatti, ad elaborare nella realtà le informazioni e, soprattutto, a possedere le risorse sufficienti per influenzare con le proprie decisioni di investimento i prezzi<sup>65</sup>.

Assumere che l'investitore ragionevole vada identificato con l'operatore medio rischia di rendere la disciplina normativa deficitaria sia nel senso di *underinclusion* sia nel senso di *overinclusion*<sup>66</sup>. In altre parole, il principale difetto del canone mediano sarebbe la sua incapacità di individuare con assoluta precisione il referente naturalistico della nozione di investitore ragionevole: se non è possibile identificarla con gli operatori professionali – possedendo, essi, competenze finanziarie *superiori* alla media –, non è nemmeno consentito riferirla agli investitori al dettaglio – trattandosi, questa volta, di soggetti con abilità finanziarie tendenzialmente *inferiori* alla media.

#### §1.4. *L'apoteosi e la negazione delle competenze richieste: l'investitore ragionevole come investitore professionale e come investitore retail*

Quanto appena detto spiega l'emersione di un ulteriore orientamento che identifica l'investitore ragionevole in un investitore professionale portatore di una sofisticatezza finanziaria superiore alla media. In altre parole, si valorizzerebbe il “primo della classe”<sup>67</sup>, capace di elaborare celermente tutte le informazioni pubbliche e di attribuire il corretto significato a quelle particolarmente specifiche o settoriali<sup>68</sup>.

Questa interpretazione parrebbe sostenuta da argomenti che poggiano direttamente sulla lettera del MAR. Infatti, in primo luogo, l'art. 7 paragrafo 2 MAR statuisce la sussistenza del requisito di precisione non (solo) quando l'informazione fa riferimento ad un “evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà”, ma (anche) quando attiene “a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che

---

<sup>65</sup> Questa critica è mossa da F. CONSULICH, *Il nastro di Mobius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2018, fasc. 2, p. 214.

<sup>66</sup> Il difetto di *underinclusion* si verifica rispetto a quelle informazioni prese in considerazione esclusivamente da un investitore sofisticato dotato delle competenze sufficienti per comprenderle. Il difetto di *overinclusion*, invece, si presenta rispetto a quelle informazioni suscettibili di essere valutate quali rilevanti da un operatore medio, configurandosi tuttavia del tutto inutili per un agente esperto.

<sup>67</sup> L'espressione “the first-in-class” è usata in M. VENTORUZZO, *Reflection on the Notion of Reasonable Investor*, cit. alla nota 23, p. 1300.

<sup>68</sup> Si pensi per esempio ad informazioni relative ad attività in zone geografiche sconosciute o comunque di minor importanza o, ancora, descrittive di un panorama economico-politico capace di riverberare i propri effetti sulle attività finanziarie. La conseguenza sarebbe ovviamente un aumento dell'oggetto di *disclosure* nonché di divieto di *insider trading* come notato da S. GILOTTA – F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e “processi prolungati” dopo la Market Abuse Regulation*, in *Rivista delle Società*, 2018, fasc. 1, p. 106, nota 67.

vengano a prodursi”. In seconda battuta, l’art. 7 paragrafo 4 MAR qualifica l’informazione privilegiata quale “uno degli elementi” su cui l’investitore ragionevole potrebbe fondare le proprie decisioni di investimento. Il legislatore avrebbe in entrambi i casi considerato – secondo l’orientamento in analisi – la capacità proprio degli investitori sofisticati di creare mosaici complessi le cui tessere siano informazioni variegata e idonee ad incorporare effettivamente il valore fondamentale<sup>69</sup>.

Comprendendo nella categoria operatori variegati e distinti tra loro<sup>70</sup> – ancora una volta mostrando come le generalizzazioni nel mercato del capitale manchino di perfezione descrittiva –, come banche e fondi di investimento, si presume il *reasonable investor* in possesso di risorse finanziarie elevate, la cui gestione esige naturalmente competenze precise, tecniche e notevoli<sup>71</sup>.

Se è vero che le due caratteristiche essenziali ora accennate – una competenza finanziaria e una ricchezza superiore alla media – il più delle volte sussistono cumulativamente, non è tuttavia necessario che questo accada. Da un lato, infatti, è sufficiente un’elevata conoscenza finanziaria perché un investitore sia considerato professionale; dall’altra, non devono comprendersi invece quei soggetti che, per esempio beneficiando fortuitamente di ingenti ricchezze, non siano in grado tuttavia di sovrintenderle negli investimenti<sup>72</sup>. In altre parole,

---

<sup>69</sup> A questo riguardo, C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, Vol. 9, No. 4, p. 502: “while retail investors are likely to base their decisions only on *highly material information*, institutional investors, who are key in driving market movements, would easily react to *less relevant pieces of information*. Even a fact that could only *slightly* raise the possibility of a future event is likely to be taken into account when adjusting the portfolio allocation” (corsivo aggiunto). È opportuno ricordare che la valutazione di un’informazione si differenzia non solo a seconda del tipo di investitore – al dettaglio o istituzionale – ma anche in dipendenza dei *singoli* investitori istituzionali. Lo enfatizzano, ancora una volta, i due autori appena citati (p. 502): “information about a takeover which is going to be launched by a listed company would easily meet the reasonable investor test in that it would be probably used by an institutional investor as a part of a rational investment strategy. Therefore, one has to disregard the fact that the overall impact on prices may be small because of divergent opinions on features like the merits of the possible acquisition”.

<sup>70</sup> Tra gli investitori sofisticati sono ricompresi anche gli investitori “entità” (cd. *entity investors*), ossia investitori istituzionali pubblici o privati, capaci in genere di far evolvere segmenti interi del mercato. C’è chi, invece, considera quest’ultimi una categoria a parte, per esempio T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, cit. alla nota 15, pp. 474-75. Un ragionamento simile è il prodotto di una smania costante di differenziazione che mal si concilia con la creazione di categorie, generali ed astratte, in ossequio al metodo tipologico. Basti pensare anche a quelle ricerche che evidenziano le differenze fra un investitore di genere maschile e uno di genere femminile. È bene che le differenze vengano studiate, ma non al fine di indurre il legislatore a implementare il numero degli *standard* previsti: si creerebbero altrimenti delle biforcazioni intellettuali foriere soltanto di dubbi nella portata applicativa. Cfr. J.M. HEMINWAY, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, in *William & Mary Journal of Women and the Law*, 2009, Vol. 15, No. 2, pp. 291-336.

<sup>71</sup> Cfr. T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, cit. alla nota 15, pp. 473 ss.

<sup>72</sup> *Ibidem*, p. 474. L’autore ipotizza – caso niente affatto raro – l’esistenza di un giovane, da poco capace di agire e destinatario di un’eredità milionaria, che decide di farsi protagonista da sé negli investimenti. Si intuisce

la competenza finanziaria è attribuito sia sufficiente sia necessario: possono anche sussistere ulteriori caratteristiche, come ingenti risorse a propria disposizione, ma da tale requisito non si può affatto prescindere.

In questo modo, è enucleata una categoria di operatori che presenta l'acme delle competenze tanto da – oltre ad essere spesso destinataria di discipline derogatorie sia nell'ordinamento statunitense<sup>73</sup> sia dell'Unione Europea<sup>74</sup> – risultare coerente con l'impostazione generale della disciplina dei mercati finanziari. Non raramente si osserva, infatti, come lo scopo principe di tale settore del diritto sia la predisposizione di un mercato dotato di tutte le caratteristiche essenziali per consentire direttamente agli investitori sofisticati di agire liberamente<sup>75</sup>. Questo vale soprattutto in considerazione della già accennata importanza, ai fini dell'efficienza informativa del mercato, proprio di chi sia in grado – dopo aver *davvero* compreso le informazioni pubbliche<sup>76</sup> – di muovere straordinari volumi di risorse tanto da impattare in modo significativo sui prezzi, anche se non per necessità individualmente.

Un esempio paradigmatico sarebbe, in particolare, il divieto di *insider trading* che parrebbe non (solo) incrementare la fiducia nei mercati in genere – obiettivo comunque indiretto -, ma (soprattutto) evitare che le ingenti somme di denaro spese per l'elaborazione delle

---

perché la conoscenza finanziaria sia requisito sufficiente e necessario: il diciottenne ora ipotizzato potrebbe investire cospicue risorse finanziarie nel mercato, prescindendo tuttavia da qualsiasi analisi concernente il reale valore fondamentale di un emittente. Il *test* dell'investitore ragionevole non è, infatti, previsto per valutare la capacità di un singolo attore di muovere il mercato – capacità che astrattamente potrebbe esistere in presenza del *solo* requisito di ricchezza investita –, bensì è stato introdotto per comprendere se una certa informazione sia o meno materiale.

<sup>73</sup> La SEC ha introdotto – con la Rule 501 del *Regulation D* – la definizione di “accredited investors” proprio allo scopo di identificare i destinatari di discipline eccezionali. L'intervento è stato spesso criticato perché ancorato esclusivamente alle risorse finanziarie disponibili e non (anche) alle capacità tecniche finanziarie, difettando quindi e di *underinclusion* e di *overinclusion*. Cfr. T.C.W. LIN, *Vistas of Finance*, in *UCLA Law Review Discourse*, 2013, Vol. 61, pp. 78-86.

<sup>74</sup> Si pensi, a scopo esemplificativo, alle esenzioni previste dalla normativa dell'Unione Europea all'obbligo di prospetto informativo, in quelle situazioni, cioè, in cui i costi di *compliance* supererebbero i benefici e l'esigenza di trasparenza (ex art. 1 paragrafi 2, 3, 4 e art. 3 paragrafo 2 del Regolamento Prospetto (UE) 2017/1129); o, ancora, si ricordi la disciplina introdotta dal legislatore italiano – in recepimento della Direttiva (UE) 2014/65 – che impone schemi di protezioni differenti a seconda del tipo di cliente: professionale (art. 6 comma 2-*quinques* TUF), al dettaglio (art. 1 comma 1 lettera *m*-undecies e *m*-duodecies TUF) e controparte qualificata (art. 6 comma 2-*quater* lettera *d* TUF).

<sup>75</sup> Tale impostazione è sostenuta da Z. GOSHEN – G. PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke Law Journal*, 2006, Vol. 55, pp. 714-15.

<sup>76</sup> Uno dei più celebri – e antesignani – lavori in cui si critica la concezione dell'uomo medio, suggerendo invece di identificare l'investitore ragionevole in quello sofisticato è H. KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, in *The Business Lawyer*, 1973, Vol. 28, No. 2, pp. 631-38.

informazioni disponibili – investite principalmente proprio dagli investitori professionali – non siano infine del tutto vane<sup>77</sup>.

È opportuno ricordare che, nonostante questa interpretazione parrebbe rafforzare la tutela dell'investitore (anche) non sofisticato – imponendo un aumento delle informazioni divulgate ed un'estensione della portata applicativa di divieto di *insider trading* – la giurisprudenza italiana non sembra particolarmente affezionata ad una siffatta visione ermeneutica, ritenuta non sufficientemente coerente con tutti gli scopi della normativa la quale non mira *soltanto* a tutelare certe categorie di operatori<sup>78</sup>.

Dal lato opposto si palesa inevitabilmente un'antitetica concezione interpretativa che pone al centro della nozione di investitore ragionevole l'investitore al dettaglio, tipologia dotata di attributi del tutto speculari a quelli dell'appena descritto investitore sofisticato. Di conseguenza, le risorse in possesso sarebbero per lo più di scarso rilievo e la capacità tecnica rasenterebbe il profano o comunque - anche alzando la proverbiale “asticella” – in ogni caso non equivalenti a quelle dell'investitore esperto<sup>79</sup>.

Per comprendere le differenti applicazioni pratiche dei due orientamenti – l'investitore ragionevole come operatore professionale ovvero come attore di mercato al dettaglio – pare rilevante un esempio. Immaginando di essere durante la (successivamente etichettata) bolla *dot-com*, è divulgata al mercato l'informazione che la società quotata Y muterà la propria denominazione sociale in Yinternet-technology. Tralasciando quei comportamenti economici irrazionali che durante tale bolla speculativa hanno interessato *anche* gli investitori istituzionali ed esperti, si può ben immaginare come i due diversi paradigmi di investitore ragionevole potrebbero ragionare.

Da una parte, gli investitori sofisticati non si limiterebbero ad investire sulla base di questa *sola* informazione, ricercando anzi ulteriori dati – maggiormente analitici e meno “accattivanti” – idonei a rappresentare in modo corretto le prospettive dell'emittente, i suoi

---

<sup>77</sup> J.L. HANSEN, *The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, in *International Journal of Disclosure and Governance*, 2003, Vol. 1, No. 1, pp. 89 ss.

<sup>78</sup> Recentemente, Cass. Pen., sez. V, 28 novembre 2018, n. 53437 che non intende esaurire il campo semantico dello *standard* a “determinate categorie di investitori”.

<sup>79</sup> S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit. alla nota 55, pp. 62 ss. che, dopo aver rievocato la distinzione operata dalla Direttiva 2004/39/CE – la cd. *Markets in financial instruments Directive* – della clientela in controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio, sostiene che il referente naturalistico della clausola di investitore ragionevole vada individuato in quest'ultima categoria. Si ricordi che la nuova Direttiva (UE) 2014/65 – cd. *Mifid II Directive* – ex art. 4 numero 11) definisce il cliente al dettaglio come “cliente che non sia un cliente professionale”, operando quindi mediante un criterio residuale e in negativo.

rischi, le sue potenzialità: insomma, tutto quel patrimonio conoscitivo – perfettamente comprensibile da tali operatori – che consenta di figurare il valore fondamentale dell’impresa. Dall’altra parte, invece, è facile immaginare che l’investitore al dettaglio Tizio – influenzato dalla quasi religiosa fede che il mercato pare provare nei confronti della tecnologia ovvero mosso dal suggerimento del vicino di casa appena incontrato di “comperare azioni tecnologiche perché consentono facilmente di diventare ricco” – possa rapidamente acquistare gli strumenti finanziari dell’emittente ora considerato, sperando di trarne un profitto sicuro e ingente in poco tempo. La decisione di Tizio si basa, quindi, *esclusivamente* su tale informazione, non volendo – né essendo in grado – di leggere e comprendere quei dati eccessivamente complicati idonei a figurargli una valutazione sufficientemente globale delle potenzialità dell’impresa<sup>80</sup>.

In conclusione, è sostenuto quasi all’unanimità<sup>81</sup> – e l’esempio appena illustrato permette di comprenderne il motivo – che l’investitore *retail* materializzerebbe una soglia di abilità finanziarie eccessivamente modesta, tanto da rendere quest’interpretazione, forse, la meno radicata e caldeggiata in tutti quanti i formanti del diritto, sia nello scenario europeo sia in quello statunitense<sup>82</sup>. Considerare l’investitore ragionevole come investitore al dettaglio

---

<sup>80</sup> Per consentire un più semplice chiarimento delle implicazioni pratiche, si è deciso di usare sempre lo stesso esempio. È naturale che le fattispecie tipiche possono essere infinite. Si pensi ad una procedura di fusione fra due emittenti, le cui tappe intermedie sono idonee ad essere ritenute rilevanti dall’investitore professionale – e, tendenzialmente, *soltanto* da esso –, perché perfettamente consapevole di quanto ciascuno *step* possa aumentare o diminuire la probabilità dell’evento conclusivo (i. e. la fusione). O, ancora, si pensi ad un ulteriore esempio. La società X manifesta pubblicamente l’intenzione di acquistare una società operante nel settore automobilistico elettrico per ampliare la propria produzione e la propria innovazione. Sempronio, amministratore delegato di X, mentre è a cena con il suo amico Mevio, dice che un paio di giorni dopo ha in programma di andare nella città Y per un impegno di lavoro. Immaginiamo che Mevio sia un analista finanziario brillante e capace: egli sa che la città Y, sperduta e sconosciuta ai più, è tipica soltanto per due elementi: il paesaggio ed una piccola, ma promettente, società Z che produce un tipo di componenti per le macchine elettriche. Se l’investitore ragionevole fosse un operatore sofisticato, allora, l’informazione potrebbe essere considerata materiale. Al contrario, se Mevio fosse un investitore al dettaglio si può presumere che non conosca o l’esistenza della società Z o la comunicazione della società X di voler acquistare un emittente o, infine, entrambe le informazioni. La vicenda immaginata pone in rilievo la cd. *mosaic theory*, che, come nel prossimo capitolo verrà approfonditamente spiegato, allude alla capacità di taluni investitori di combinare differenti informazioni in mosaici anche complessi. L’esempio è costruito sulla falsariga di quello, analizzato *infra* (v. Capitolo Terzo, §1.2), proposto da A. HORWICH, *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2015, Vol. 43, No. 2, pp. 145 ss.

<sup>81</sup> Qualche sostegno ha tuttavia ricevuto la proposta *de iure condendo* di M.V. SACHS, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, in *Tulane Law Review*, 2006, Vol. 81, No. 2, pp. 473-508. Addirittura, viene qui suggerito di porre l’attenzione sull’investitore “of below average”: diminuendo la soglia di materialità specularmente si aumenterebbe l’intensità richiesta per l’elemento soggettivo (cd. *scienter*, inteso come “intent to deceive, manipulate or defraud”).

<sup>82</sup> P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 16, pp. 281-82 descrivono, in modo estremamente sintetico rispetto alle altre proposte esegetiche, l’investitore medio – negativamente – come non identificabile con quello al dettaglio e –

rischierebbe segnatamente – oltreché di rendere la disciplina sugli abusi di mercato in gran parte inutile – di concedere una perfetta e totale legittimazione giuridica a tutti quei fenomeni di infima irrazionalità che sembrano, più che raramente, dominare le dinamiche dei mercati finanziari.

§1.5. *Lo scricchiolio di ogni certezza: l'investitore ragionevole come investitore del tutto, o quasi, irrazionale*

§1.5.1. *La finanza comportamentale e le scorciatoie intellettuali: i procedimenti euristici*

La *Behavioral Economics* – che, coniugata al sapere giuridico, muta la denominazione in *Behavioral Law and Economics* – ha cominciato, decenni or sono<sup>83</sup>, a mettere in forte discussione il paradigma tradizionale dell'investitore razionale ritenuto, in modo esageratamente irrealistico, capace di fissare precisi obiettivi e di sfruttare consciamente gli strumenti per soddisfarli. Al contrario, secondo la finanza comportamentale l'investitore mostrerebbe delle conoscenze (cd. “stato percepito”) e degli scopi (“cd. stato regolatore”) labili nella loro obiettività e intrisi di fallaci personali convinzioni<sup>84</sup>.

Uno dei principali meriti della finanza comportamentale – nonché la sua irrinunciabile premessa – è quello di aver intuito l'importanza del coniugarsi di differenti saperi, unendo a modelli economici e disposizioni giuridiche ricerche psicologiche, neurologiche<sup>85</sup> e, addirittura, di fisica quantistica<sup>86</sup>.

---

positivamente – come chi si ritrovi in possesso di “average degree of expertise in handling the financial instruments in question”.

<sup>83</sup> A dire il vero, già Adam Smith, per esempio, accennava all'avversione alla perdita o all'eccesso di fiducia in sé, concetti consapevolmente poi trascurati dai sostenitori successivi della finanza neoclassica; cfr. R.H. THALER, *Behavioral Economics: Past, Present and Future*, in *American Economic Review*, 2016, Vol. 106, No. 7, pp. 1577-1600.

<sup>84</sup> La distinzione è ricordata in P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2022, fasc. 4, p. 545.

<sup>85</sup> F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuses*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 1, pp. 181 ss. sostiene che la *behavioral finance* può ormai essere studiata ed analizzata combinatamente ad altri settori del sapere, tra cui, segnatamente, la teoria delle reti, le scienze neurologiche e la fisica quantistica. La regolazione dei mercati non può, in altre parole, essere risultato esclusivo del diritto e dell'economia.

<sup>86</sup> Si pensi, tra l'altro, ai contributi che potrebbe portare la fisica quantistica alla comprensione del concetto di “informazione” in senso relazionale; C. ROVELLI, *Helgoland*, Milano, Adelphi, 2020, p. 174: “il fatto di “avere informazione” [...] implica anche avere risorse per poter fare previsioni sul risultato di successive interazioni. [...] La nozione elementare di informazione relativa è la struttura fisica su cui si appoggiano tutte le nozioni di informazioni più complesse, che hanno, adesso sì, valenza semantica” (corsivo aggiunto). La rilevanza delle relazioni è intuitiva, considerando come i mercati siano, in sintesi, un coniugarsi costante di

Sorti in sordina, i relativi studi sono aumentati di volume e di importanza, influenzando in misura sempre più consistente addirittura i sostenitori dei tradizionali modelli economici oltreché i commentatori della normativa in vigore<sup>87</sup>. Non rari sono ormai i casi in cui la dottrina giuridica invoca a gran voce un soddisfacente allineamento dell'ordinamento alle nuove scoperte, incorporando finalmente i margini di irrazionalità anche nella fase della regolamentazione<sup>88</sup>. Come la storia ha dimostrato, infatti, prevedere in astratto la razionalità degli individui non permette in alcun modo di modificare la realtà dei loro comportamenti e condotte, impedendo anzi di soddisfare gli scopi prefissati<sup>89</sup>.

L'*homo economicus* è prodotto della *rational choice theory* che in sintesi postula la capacità dell'essere umano di scegliere i mezzi più adatti per il raggiungimento dei propri fini<sup>90</sup>.

---

condotte d'investimento distinte. Per il concetto di "informazione relativa" cfr. C.E. SHANNON, *A Mathematical Theory of Communication*, in *The Bell System Technical Journal*, 1948, Vol. 27, pp. 379-423.

<sup>87</sup> A ben vedere, gli studi della finanza comportamentale non si svolgono in contrasto netto con i modelli della finanza classica. Da un lato, infatti, tali ricerche si pongono su un piano epistemologico differente mirando, più che a normare, a spiegare. Dall'altro, permettono di raggiungere una maggior chiarezza nel funzionamento dei mercati – i.e. permettere di prevenire eventuali fallimenti del mercato - tanto da, addirittura, far presagire un baluginio di speranza per l'instaurazione di un relativo dialogo: cfr. F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Markets Efficiency: Is There a Dialogue? A Preliminary Reflection on Regulation 596/2014/EU*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, Vol. 5, p. 304, pp. 280-308.

<sup>88</sup> Che il legislatore e le corti giurisprudenziali acquisiscano una maggior consapevolezza dell'irrazionalità degli investitori, regolando i mercati o giudicando le controversie di conseguenza, viene auspicato in particolare da parte della dottrina statunitense. Per esempio, B. BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investor, Efficient Market*, cit. alla nota 18, p. 1493: "it is time for courts to address the gap between judicial expectations about the behavior of reasonable investors and behavioral economists' views of investors' cognitive shortcomings, consistent with the central purpose of federal securities regulation: protecting investors from fraud" (corsivo aggiunto). In particolare, si pensi alla Rule 10b-5 – già ricordata per la sua rilevanza nel caso *Basic Inc. v. Levinson* del 1988 – la quale, alla lettera b), statuisce che, "in connection with the purchase or sale of any securities", "it shall be unlawful for any person [...] to make untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading". Quanto una certa divulgazione sia o meno *misleading* dipenderà – proprio dopo la pronuncia *Basic Inc. v. Levinson* – da come si interpreti il *test* dell'investitore ragionevole. Si può allora concludere che abbracciare maggiormente la visione della finanza comportamentale – e, pertanto, la visione dell'investitore come, almeno *potenzialmente*, irrazionale – riguardi in particolare non tanto l'*an* della divulgazione di informazioni al mercato, quanto piuttosto il *quomodo*. Per una prospettiva analoga nel contesto europeo, cfr. N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni Consob*, n. 66/2010, pp. 34 ss. Per un approfondimento sull'importanza della modalità di rappresentazione di un certo dato conoscitivo ai fini della conseguente reazione (cd. *framing effect*), v. *infra* (Capitolo Secondo, §1.5.1).

<sup>89</sup> È di frequente affermato che ritenere gli investitori "nitwits", "babes in the wood", "unsophisticated" li legittimerebbe a comportarsi *davvero* in questo modo. Inutile ricordare l'assoluta erroneità di tale pensiero, convinto assurdamente che il diritto sia idoneo a modificare addirittura l'agire psicologico umano: cfr. J.M. HEMINWAY, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, cit. alla nota 69, p. 302 ss. Tale presunzione – in senso non giuridico – è diffusa anche in dottrina: cfr. W.G. COUTURE, *Materiality and a Theory of Legal Circularity*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2014, Vol. 17, No. 2, pp. 453-526.

<sup>90</sup> A. ARCURI – R. PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, voce dell'*Enciclopedia del Diritto*, Vol. VI, Milano, Giuffrè, 2002. Gli autori ricordano che della *rational choice theory* esistano due versioni: una – la versione debole – postula che l'essere umano sia capace di scegliere gli strumenti efficienti per la

L'*homo sapiens* – frutto invece di ricerche più coerenti con la natura delle cose – esprime una concezione più realistica dell'essere umano, caratterizzato da una “bounded rationality”<sup>91</sup>, “bounded willpower” e, infine, “bounded self-interest”. In sintesi, quanto prima veniva invocato come illimitato (*unbounded*) appare ora assolutamente – ed umanamente – circoscritto<sup>92</sup>.

L'*homo sapiens* contrasta con il paradigma dell'estrema razionalità mostrando difatti tutta una serie variegata di difetti, distinti solitamente in procedimenti euristici (*heuristics*), da una parte, e in pregiudizi (*bias*) dall'altra. Si tratta di aspetti latamente psicologici che acquisiscono rilevanza anche quando l'essere umano – dalla sua quotidianità – decide di divenire attore di investimento nei mercati finanziari.

Con l'espressione “procedimenti euristici” si intende riferirsi a scorciatoie intellettuali praticate dagli investitori che, incoraggiati ad ottenere il massimo risultato con il minimo sforzo, scontano la naturale limitatezza del tempo e delle risorse a propria disposizione.

Una prima dimostrazione lampante è il cd. *framing effect*<sup>93</sup>. A seconda della cornice con cui viene presentata un'informazione, le successive scelte di investimento mutano radicalmente, difettando di qualsiasi obiettività nella valutazione<sup>94</sup>. Una medesima informazione – avente, cioè, un contenuto del tutto identico – può portare a decisioni di investimento differenti a seconda della modalità con cui viene presentata e, quindi, divulgata al mercato<sup>95</sup>.

---

massimizzazione dei propri obiettivi; l'altra – la versione forte – crede nell'intelligenza dell'individuo di massimizzare in particolare la propria ricchezza.

<sup>91</sup> La teoria è razionalizzata da Herbert Simon, premio Nobel per l'economia nel 1978: cfr. H. SIMON, *Rational Decision Making in Business Organization*, in *American Economic Review*, 1979, Vol. 69, pp. 493 ss.

<sup>92</sup> Sulla capacità della finanza comportamentale di descrivere effettivamente la realtà è divenuta celebre la dichiarazione di Richard Thaler, uno dei fondatori della *behavioral finance*, rivolta a sostenitori dell'*homo economicus*: “the difference between us is that you assume people are as smart as you are, while I assume people are as dumb as I am”. L'affermazione è ricordata in R.J. BLOOMFIELD, *Traditional vs. Behavioral Finance*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1596888>.

<sup>93</sup> L'effetto *framing* è straordinariamente rilevante per le informazioni ESG, come osservato in particolare nel *Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022*, p. 130.

<sup>94</sup> Le declinazioni del *framing effect* sono davvero numerosissime, tra cui: *risky choice framing* (concentrarsi su guadagni e perdite per scegliere tra strumenti finanziari di differenti livelli di rischio), *goal framing* (inteso come la rappresentazione di obiettivi enfatizzando i benefici o le altrimenti conseguenze negative), *attribute framing* (una generale tendenza psicologica per cui una medesima informazione muta a seconda della sua descrizione in termini positivi o negativi), *narrow framing* (intraprendere decisioni di investimento basandosi esclusivamente sul singolo investimento invece che sull'intero portafoglio di investimento). Per queste ed altre declinazioni del *framing effect*, cfr. N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit. alla nota 88, pp. 34-37.

<sup>95</sup> Gli studi di psicologia sono numerosissimi. Per esempio, si immagini la divulgazione di risultati riferiti ad un intervento chirurgico. Informare che il tasso di mortalità nei mesi successivi si profila intorno al 10% scoraggia i pazienti a sottoporsi all'intervento; affermare che il tasso di sopravvivenza – nel medesimo periodo temporale – è del 90% conduce invece a nuove speranze nei pazienti. Trasponendo il tutto nei mercati

Il *confirmation bias* – intrecciato al *cognitivism bias*<sup>96</sup>– spiegherebbe la ritrosia degli investitori a modificare la conclusione decisionale ormai raggiunta, preferendo ad un benefico dinamismo un controproducente ed immobile conservatorismo<sup>97</sup>. Una forma di dissonanza cognitiva celerebbe inconsiamente agli investitori tutte quante le informazioni indicatrici l'erroneità delle scelte intraprese, portandoli a selezionare esclusivamente quei dati conoscitivi idonei a dare loro ragione<sup>98</sup>. La conseguenza sarebbe, tra le altre, il cd. *disposition effect*: troppo presto, cioè, si venderebbero strumenti finanziari dal rendimento positivo e per troppo tempo – al contrario – si deterrebbero quelli dal rendimento negativo<sup>99</sup>. La cd. *availability heuristic* – da considerarsi intersecata con quell'*anchoring effect*<sup>100</sup> che,

---

finanziari, si immagina che studi simili siano divulgati al mercato. Alcuni investitori prenderanno, allora, decisioni di investimento differenti sulla base esclusivamente delle modalità di rappresentazione da parte degli emittenti che – naturalmente – potrebbero sfruttare questa naturale fallacia psicologica.

<sup>96</sup> Il *cognitivism bias* descrive un'incapacità pressoché costante di reagire celermente a quelle informazioni nuove ed idonee a modificare in qualche modo la posizione finanziaria assunta: cfr. J. TEALL, *Financial Trading and Investing*, Amsterdam, Elsevier Science, 2022, pp. 328-29.

<sup>97</sup> H. H. FRIEDMAN, *Cognitive Biases that Interfere with Critical Thinking and Scientific Reasoning: A Course Module*, 2017, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2958800>, p. 12-13 secondo cui, una volta che gli individui prendono una certa decisione, essi "tend to only listen to information that supports their preconceptions. People may have the ability to see flaws in their opponent's arguments. However, when it comes to their own opinions, that is when they are blind". Per l'influenza del *confirmation bias* nella valutazione, da parte degli investitori, dei messaggi nelle comunità virtuali, cfr. J. PARK – P. KONANA – B. GU – A. KUMAR – R. RAGHUNATHAN, *Confirmation Bias, Overconfidence, and Investment Performance: Evidence from Stock Message Boards*, 2010, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1639470>. Trattandosi di pregiudizio cognitivo caratterizzante l'essere umano in generale, e non solo l'individuo come attore di mercato, il *confirmation bias* è oggetto di studio in una pluralità di settori. Per esempio, per una sua applicazione alla percezione dei consumatori rispetto alle recensioni di prodotti o servizi, cfr. D. YIN – S. MITRA – H. ZHANG, *When Do Consumers Value Positive vs. Negative Reviews? An Empirical Investigation of Confirmation Bias in Online Word of Mouth*, in *Information Systems Research*, 2016, Vol. 27, No. 1, pp. 131-44; per la sua rilevanza, questa volta in termini del tutto generali, nel comportamento del consumatore, cfr. D.F. STONE – D.H. WOOD, *Cognitive Dissonance, Motivated Reasoning, and Confirmation Bias: Applications in Industrial Organization*, in V.J. TREMBLAY – E. SCHROEDER – C.H. TREMBLAY, *Handbook of Behavioral Industrial Organization*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2018, pp. 114-37; per il suo sorgere, infine, addirittura nelle investigazioni criminali, cfr. K. ROSSMO – J. POLLOCK, *Confirmation Bias and Other Systemic Causes of Wrongful Convictions: A Sentinel Events Perspective*, in *Northeastern University Law Review*, 2019, Vol. 11, No. 2, pp. 790-835.

<sup>98</sup> V. RICCIARDI – H.K. SIMON, *What is Behavioral Finance?*, in *Business, Education and Technology Journal*, 2000, Vol. 2, No. 2, pp. 4-5.

<sup>99</sup> *Ibidem*, pp. 328 ss.

<sup>100</sup> L'*anchoring effect* spiegherebbe perchè gli investitori, e le persone in genere, prendono le decisioni enfatizzando *determinate* singole informazioni. Per esempio, J. TEALL, *Financial Trading and Investing*, cit. alla nota 96, p. 328: "a similar [all'*endowment effect*] sort of problem exists with "anchoring", where the decision maker places undue emphasis on *some factor, number, or measure*" (corsivo aggiunto). Per l'influenza di tale *bias* nelle M&A – avendo come riferimento il mercato russo –, cfr. A. STEPANOVA – V. SAVELYEV – M. SHAIKHUTDINOVA, *The Anchoring Effect in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3110502>. Come al solito, anche questo pregiudizio cognitivo acquista rilevanza non soltanto nello studio del comportamento degli investitori. Per esempio, per il rischio di una sua sussistenza rispetto al compito di regolamentazione, cfr. M. GARGANTINI – M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability: ESG rating and benchmarks in the European Union*, in *European Capital Markets Institute*, 2022, Working Paper No. 15; per la sua applicazione rispetto al modo di pensare dei consumatori, cfr. I. SIMONSON – A. DROLET, *Anchoring Effects on Consumers' Willingness-*

tra l'altro, sembrerebbe influenzare in misura maggiore gli investitori non professionali<sup>101</sup> – svuoterebbe di rilevanza le indicazioni e del legislatore dell'Unione Europea e della giurisprudenza statunitense nel momento in cui questi presumono che l'investitore ragionevole compia le proprie decisioni sulla base di una valutazione globale, generale e contestuale delle condizioni di mercato<sup>102</sup>. Tale euristica suggerisce, infatti, che una singola specifica informazione viene enfatizzata in modo del tutto sproporzionato alla sua effettiva importanza, così da ignorare i dati conoscitivi più rappresentativi dell'effettivo valore dell'emittente<sup>103</sup>.

Intrecciato indissolubilmente risulta così anche il cd. *availability bias*, secondo cui le informazioni sono spesso oggetto di un'analisi informata principalmente alle proprie doti mnemoniche. Affidarsi – esclusivamente o principalmente – alla propria memoria non consente sicuramente conclusioni razionali, sia perché non tutti i ricordi sono egualmente accessibili sia perché non tutti i ricordi sono portatori di un medesimo impatto sull'investitore<sup>104</sup>.

Corollario dei risultati per ultimo illustrati è il concetto di *information overload*. L'essere umano, di fronte ad un volume denso e ricchissimo di informazioni – tra l'altro, il più delle

---

*to-Pay and Willingness-to-Accept*, in *Journal of Consumer Research*, 2004, Vol. 31, No. 3, pp. 681-90; per la sua rilevanza nel mercato immobiliare, cfr. D. GENEVOSE – C. MAYER, *Loss aversion and seller behavior. Evidence from the housing market*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2001, Vol. 116, No. 4, pp. 1233-60; per un suo peso, infine, addirittura nel compimento di studi statistici, cfr. W.K. VISCUSI – C. MASTERMAN, *Anchoring Biases in International Estimates of the Value of a Statistical Life*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 2017, Vol. 54, pp. 103-28.

<sup>101</sup> Cfr. V. BEATTIE – M. JONES, *Impression Management: The case of inter-country financial graphs*, in *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 2000, Vol. 9, pp. 159-83.

<sup>102</sup> Ci si limita a ricordare – dato che già se n'è parlato più diffusamente *supra* (v. Capitolo Primo, §1.1) – che nella pronuncia *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc* la Corte Suprema ha introdotto il concetto di influenza sul "total mix" delle informazioni. Similmente, il MAR suggerisce – nel considerando n. 14 – una valutazione globale per la qualificazione di informazione privilegiata.

<sup>103</sup> Tale arbitraria ed inconscia enfasi dipende (anche) dalla modalità di comunicazione dell'informazione: l'essere umano si è evoluto infatti nel senso di attribuire una maggior importanza a quanto conosciuto perché ascoltato rispetto a quanto appreso perché scritto; U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, fasc. 1, pp. 84 addirittura sostiene che nei mercati finanziari il brocardo *scripta manent, verba volant* dovrebbe essere sostituito con un più veritiero *verba manent, scripta volant*.

<sup>104</sup> F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Market Efficiency: is there a dialogue? A preliminary reflection on Regulation 596/2014/EU*, cit. alla nota 87, pp. 291-92. Far leva sulla propria memoria può anche comportare un'erronea percezione di centralità o dell'ultima informazione captata (*recentness effect*) o di quella sentita al contrario per prima (*primacy effect*). In entrambi i casi le valutazioni sono comunque assolutamente sceve dall'elaborazione perfettamente razionale del dato conoscitivo: cfr. P.H. HUANG, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of information and Reasonableness of Investors*, in *Supreme Court Economic Review*, Vol. 13, 2005, pp. 121 ss.

volte estremamente complesso e di difficile comprensione<sup>105</sup> –, migliora soltanto fino ad un certo punto l'efficacia delle proprie scelte, palesandosi poi un'evidente decrescita della razionalità<sup>106</sup>. Una chiarezza maggiore – a suon di metafora – viene sì raggiunta grazie ad una torcia che illumina una stanza al buio, ma un faro porterà solo all'accecamento dello sfortunato avventore<sup>107</sup>. A tale nozione si abbina in un gioco di specchi il cd. *choice overload*, secondo cui, di fronte ad un'infinità di opzioni informative, gli esseri umani prediligono quelle a sé più facilmente comprensibili<sup>108</sup> ovvero quelle che risaltano maggiormente (*salient*) rispetto alle altre, in un turbinio di distrazioni da quanto realmente materiale<sup>109</sup>. *Information overload* e *choice overload* sembrano affliggere in misura più consistente gli investitori non sofisticati rispetto a quelli esperti<sup>110</sup>.

---

<sup>105</sup> H. KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, cit. alla nota 76, p. 631: “[e]ach year I distribute a prospectus to my students and say, ‘Let’s see what we can learn about the desirability of an investment in this company’ [...] I have reached the conclusion that most lawyers agree with me, and think of the registration process as simply a *useless, but lucrative, bit of paper work*” (corsivo aggiunto).

<sup>106</sup> T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, cit. alla nota 15, p. 494 denomina “ironic truth” la situazione odierna: la complessità dei mercati odierni postula un incremento dell’oggetto della *disclosure* obbligatoria che a sua volta comporta una maggiore complicatezza tecnica della regolamentazione, creando così un infinito circolo vizioso in cui il protagonista diventa sempre meno l’investitore medio. L’approccio normativo alternerebbe, in sintesi, momenti di *over-regulation*, seguiti da intenti di *de-regulation* che invocherebbero poi obiettivi di *re-regulation*. E così via.

<sup>107</sup> L’evocativo paragone è suggerito da I. BAUM – D. SOLOMON, *Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis*, in *Bocconi Legal Papers*, 2020, 14, 13, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4058337>, p. 39.

<sup>108</sup> N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit. alla nota 88, pp. 34 ss. con riferimento specifico, come facile aspettarsi, alla divulgazione continua ed obbligatoria ex art. 17 MAR.

<sup>109</sup> Cfr. N. LINCiano, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del convegno Consob-LUISS, Roma, 4 giugno 2010, in *Quad. Consob* n. 68/20122, pp. 85 ss.

<sup>110</sup> Pur se ispirato ad un principio generale di divulgazione continua ed obbligatoria – mostrando almeno qui di non tener conto del rischio di un sovraccarico di informazioni – il legislatore dell’Unione Europea mostra non raramente di conoscere l’esistenza dell’*information overload* rispetto agli investitori al dettaglio. Esempi di tale accortezza sono: la nota di sintesi ex art. 7 Regolamento Prospetto (UE) 2017/1129 (che il relativo considerando n. 20 indica come “utile fonte di informazione per gli investitori, in particolare gli investitori al dettaglio”); il *key investor information document* (cd. KIID) ex art. 98-ter comma 1 TUF, contenente le “informazioni chiave” delle quote di Oicr indirizzate agli investitori al dettaglio; il *key information document* (cd. KID) ex art. 5 paragrafo 1 Regolamento (UE) 1286/2014, contenente – di nuovo – le “informazioni chiave” dei prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. Per lo studio di questo tipo di documenti con la prospettiva della finanza comportamentale, cfr. M. MENICUCCI, *Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018, disponibile all’indirizzo: <https://rivista.dirittobancario.it/finanza-comportamentale-e-scenari-probabilistici-brevi-riflessioni-sul-kid>.

Sull’utilità effettiva di questi documenti si dubita ormai da anni. Sarcasticamente, ma non per questo mancando di realismo, H. KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, cit. alla nota 76, p. 634: “the next step might have been to require the inclusion of cassette tapes in the prospectus, so that we would have had singing commercials on the Speculative Features of the Issue”.

Infine, pur non configurandosi propriamente come un procedimento euristico *stricto sensu*, non possono essere almeno citati i cd. *herd behaviors*. Con tale espressione si indicano i comportamenti gregari di quegli investitori che, ad un'elaborazione indipendente e autonoma delle informazioni pubbliche, preferiscono ridurre le fatiche e le tempistiche, emulando quanto compiuto dalla *maior pars* degli attori di mercato. Insomma, “investors run in herds”<sup>111</sup>. Se le bolle speculative ne costituiscono gli esempi più significativi<sup>112</sup>, i comportamenti da gregge tendono ad aumentare – in genere – nei periodi di crisi<sup>113</sup>.

### §1.5.2. I limiti del cognitivismo razionale: i pregiudizi degli investitori

Se quanto appena descritto rappresenta la porzione più consistente e diffusa dei procedimenti euristici, nemmeno le forme variegata di pregiudizi (cd. *bias*) debbono essere trascurate.

Il cd. *hindsight bias* – “a dressed-up term for our belief in destiny”<sup>114</sup> – indica una generale tendenza a considerare un certo evento come altamente probabile soltanto dopo che si sia verificato effettivamente *in rerum natura*<sup>115</sup>. L'investitore – e, in materia di abusi di mercato

---

<sup>111</sup> D.A. HOFFMAN, *The Duty to Be a Rational Shareholder*, in *Minnesota Law Review*, 2006, Vol. 90, No. 3, p. 561. Il comportamento gregario tende a manifestarsi nei settori più vari della vita umana, non limitandosi quindi ad acquisire rilevanza esclusivamente rispetto ai mercati finanziari. Per esempio, studi psicologici hanno mostrato come precedenti risposte influenzino quegli individui che, in un secondo tempo, debbono rispondere alle medesime domande. Per tale pericolo di emulazione e per il cd. esperimento di Asch, cfr. M.C. NUSSBAUM, *Non per profitto. Perché le democrazie hanno bisogno della cultura umanistica*, Bologna, Il Mulino, 2010, pp. 57 ss.

<sup>112</sup> Si può convenire all'unanimità che semplici mutamenti della denominazione sociale di una società – in modo da contenere per esempio la parola “Internet” – non incidono in alcun modo sul valore fondamentale. Tuttavia, durante la bolla cd. *dot-com* questo era sufficiente perché masse di investitori acquistassero strumenti finanziari a seguito di una notizia simile soltanto perché, in quel periodo, gran parte del mercato si presentava univoco nelle scelte di investimento. Per questo ed altri esempi, cfr. E. OFEK – M. RICHARDSON, *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, in *Journal of Finance*, 2003, Vol. 53, 3, pp. 1113-1138.

<sup>113</sup> Per la dimostrazione di un incremento di tali condotte irrazionali durante la pandemia COVID-19, cfr. C. ALEXAKIS – A. CHANTZIARAS – F. ECONOMOU – K. ELEFTHERIOU – C. GROSE, *Animal Behavior in Capital Markets: Herding Formation Dynamics, Collective Interest, and the Role of a Predator*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4239135>.

<sup>114</sup> D.A. HOFFMAN, *The Duty to Be a Rational Shareholder*, cit. alla nota 111, p. 550.

<sup>115</sup> Questo pregiudizio può anche essere sfruttato per incrementare l'efficacia deterrente di taluni apparati sanzionatori: cfr. M. ALEKSANYAN – J. DANBOLT – A. SIGANOS – B. WU, *I only fear when I hear: How media affects insider trading in takeover targets*, in *Journal of Empirical Finance*, 2022, Vol. 67, pp. 318-42. Gli autori dimostrano come il rimembrare, da parte del Wall Street Journal, precedenti condanne per *insider trading* riducano sensibilmente il volume degli acquisti sul mercato da parte degli *insider* nel periodo precedente ad una M&A. Paragonano il sentimento psicologico degli *insider* a quello degli automobilisti che, visto un incidente, temono per la propria incolumità di lì a poco. Con riguardo al medesimo fenomeno psicologico associato però all'*enforcement* da parte della SEC, cfr. R.H. DAVIDSON – C. PIRINSKY, *The Deterrent Effect of Insider Trading Enforcement Actions*, in *The Accounting Review*, 2022, Vol. 97, No. 3, pp. 227-47.

non solo l'investitore<sup>116</sup> – sarebbe convinto di aver *già prima* saputo prevenire l'evento ormai accaduto così da persuadersi di essere capace di anticipare mentalmente quanto in futuro si verificherà, sottostimando così la variabilità di uno stesso fenomeno nel tempo<sup>117</sup>. Associato a questo pregiudizio mentale è il cd. *representativeness heuristic* che rivela la propensione a valutare l'accadimento di un fatto confrontandolo con eventi già accaduti, esaltando quegli aspetti sì simili ma che – se fosse compiuta una valutazione globale e complessiva – risulterebbero privi di ogni concreta rilevanza<sup>118</sup>.

Il cd. *overoptimism bias* e l'*overconfidence bias* complicano il quadro in modo estremamente contorto ed articolato, potenziandosi tra l'altro con l'avvento delle nuove tecnologie<sup>119</sup>. L'attore di mercato sembra in questo modo defezionare, in primo luogo, di autocritica personale. Ritenendo che le previsioni possano essere formulate con estrema facilità, l'investitore si convince di essere superiore alla media, celando dietro all'illusione del controllo un'incapacità di cogliere l'intrinseca ed ontologica complessità delle dinamiche finanziarie. Se, poi, effettivamente i successivi rendimenti finanziari sono positivi, allora viene psicologicamente tutto ricondotto proprio alla personale abilità (cd. *self-attribution*<sup>120</sup>), creando una spirale deleteria che si alimenta in modo autoreferenziale e

---

<sup>116</sup> L'*hindsight bias* rischia di affliggere anche il potere giudiziario nel momento di applicazione della legge, non informandosi così – con riferimento agli abusi di mercato – alla necessaria prospettiva *ex ante* nell'accertamento: cfr. J.J. RACHLINSKI, *A Psychological Theory of Judging in Hindsight*, in *The University of Chicago Law Review*, 1998, Vol. 65, No. 2, pp. 571-625.

<sup>117</sup> Ritenendo tra l'altro – ancora una volta erroneamente – che eventi accaduti nel passato si possano ripetere identici anche nel futuro o, ancora, che una serie di accadimenti si riproponga con identico ordine anche nel futuro. Esempio a questo proposito è il celebre scritto di T. GILOVICH – R. VALLONE – A. TVERSKY, *The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences*, in *Cognitive Psychology*, 1985, Vol. 17, No. 3, pp. 295-314 che dimostrano come i giocatori di *football* americano e i relativi tifosi tendano a credere che la probabilità di colpire la palla sia maggiore se vi sia stato – nell'immediata precedenza – un colpo piuttosto che un fallimento. Manca, tuttavia, qualsiasi evidenza empirica idonea a provare scientificamente tale convinzione che, così, si trasforma in mero pregiudizio.

<sup>118</sup> F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Market Efficiency: is there a dialogue? A preliminary reflection on Regulation 596/2014/EU*, cit. alla nota 87, p. 292. Per esempio, a seguito dello scandalo Enron il volume degli investimenti nei fondi di investimento diminuì sensibilmente, secondo alcuni proprio per la convinzione che, scoperta una frode, infinite altre sarebbero state ora svelate: cfr. S.J. CHOI – A.C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, Vol. 56, No. 1, pp. 12 ss.

<sup>119</sup> Oltre alle già citate “oclocrazie di mercato”, per un intrecciarsi tra *overconfidence* e innovazione tecnologica nel mercato, cfr. Z.F. LI – C.Y.C. LIANG – Z. TANG, *CEO Social Media Presence and Insider trading Behavior*, 2020, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3532495>.

<sup>120</sup> Se, invece, alle proprie scelte di investimento conseguono rendimenti negativi, l'*overconfidence* farà sì che l'investitore attribuisca la colpa non a sé bensì a misteriose e sconosciute forze di influenza esterna. Non si avvera, in altre parole, il classico adagio per cui si impara dagli errori commessi.

rendendo il mercato un enorme casinò in cui, per vincere, è necessario mostrare una mentalità da gioco d'azzardo (cd. *gambler's mentality*<sup>121</sup>).

L'*overconfidence*, infine, sembra caratterizzare maggiormente gli investitori sofisticati piuttosto che quelli non esperti<sup>122</sup>.

Appare fin da subito intuitivo che un'eccessiva – ed immotivata – stima in se stessi è all'origine di una serie quasi infinita di conseguenze di cui anche le autorità di regolamentazione devono essere a conoscenza<sup>123</sup>.

A tale peccato di *hybris* – di prevaricazione dei limiti imposti dal buon senso della ragionevolezza – consegue una maggiore propensione al rischio, un'avversione al principio della diversificazione degli investimenti<sup>124</sup>, un'esagerata movimentazione del portafoglio<sup>125</sup> e un'eccessiva importanza data alle proprie considerazioni – spesso ad oggetto fatti non tecnici ma prettamente personali – piuttosto che alle analisi degli esperti<sup>126</sup>. Si passa, quindi, da valutazioni di *statements of facts* a quelle basate su *statements of opinions*<sup>127</sup>.

La propensione al rischio – che, come accennato, si modifica in presenza di una stima eccessiva di sé – è senza dubbio uno degli elementi paradigmatici dello scontro tra teoria classica e finanza comportamentale. La prima presuppone che l'investitore possieda un atteggiamento nei confronti del rischio nel senso o di avversione o di neutralità o, infine, di

---

<sup>121</sup> Per l'inevitabile intrecciarsi dell'*overconfidence* e *self-attribution bias*, cfr. A. KULAL, *Impact of Influenced Behavioral Biases on Investment Decision*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4233737>.

<sup>122</sup> J. DUFFY, *Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable investor*, cit. alla nota 37, p. 49.

<sup>123</sup> Per uno sfruttamento, da parte delle autorità di regolamentazione, dell'*overconfidence bias* a fini deterrenti, cfr. T. FRANKEL, *Insider Trading*, in *SMU Law Review*, 2018, Vol. 71, 3, pp. 784-97.

<sup>124</sup> Non solo. L'applicazione – non frequente quanto dovrebbe – del principio di diversificazione è talvolta poi ancora alla cd. *naive diversification*. I criteri di diversificazione, in altre parole, sarebbero estremamente semplici. Per esempio, può capitare che si decida per un aumento meramente quantitativo di strumenti che sono, tuttavia, intensamente correlati gli uni agli altri a livello di caratteristiche qualitative. Nel dettaglio N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit. alla nota 88, p. 3.

<sup>125</sup> Cfr. J.R. GRAHAM – C.R. HARVEY – H. HUANG, *Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias*, in *Management Science*, Vol. 55, No. 7, pp. 1099 ss.

<sup>126</sup> Per alcuni esempi di distorsione nella valutazione dell'importanza delle informazioni, cfr. J.M. HEMINWAY, *Personal Facts about Executive Officers: a Proposal for Tailored Disclosures to Encourage Reasonable Investor Behavior*, in *Wake Forest Law Review*, 2007, Vol. 42, No. 3, pp. 769 ss.

<sup>127</sup> Così P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, cit. alla nota 84, pp. 562 ss. analizzando la vicenda Gamestop.

propensione ad esso<sup>128</sup>. In ogni caso, tale predisposizione rimane pressoché costante nel tempo, misurabile quasi matematicamente pesando allo stesso modo e guadagni e perdite<sup>129</sup>. Al contrario, la finanza comportamentale implica una concezione di individuo con un'attitudine al rischio che si modifica in dipendenza di numerosissimi fattori, tra cui: genere sessuale<sup>130</sup>, alfabetizzazione finanziaria<sup>131</sup>, generale sensazione di sfiducia<sup>132</sup>, percezioni di familiarità<sup>133</sup>, fenomeni atmosferici<sup>134</sup>, stato civile<sup>135</sup>, fattori marcatamente emotivi<sup>136</sup>,

---

<sup>128</sup> N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, cit. alla nota 88, pp. 24 ss.

<sup>129</sup> A proposito della capacità della matematica di spiegare la psicologia insita nella condotta finanziaria, sia permessa una celebre dichiarazione dello scienziato Isaac Newton a seguito della cd. "South Sea Bubble" del 1720: "I can calculate the motion of heavenly bodies but not the madness of people". La citazione è ricordata in T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, cit. alla nota 15, p. 471. È rilevante ricordare che tale bolla speculativa interessò celebri personaggi, e non solo – come dimostra la citazione di Newton – giuristi. Per esempio, ad evidenziare che non sempre l'investitore si comporta razionalmente è lo scrittore Daniel Defoe che indica l'investitore come "debole creatura", facilmente influenzabile da inganni, false notizie e promesse di grandi profitti; in proposito, cfr. F. ANNUNZIATA, *Un Robinson Crusoe alla borsa di Londra. «The villainy of stock-jobbers» (1701) e «The anatomy of exchange alley» (1719) di Daniel Defoe*, Milano, La Vita Felice, 2019.

<sup>130</sup> Il genere femminile mostra, rispetto a quello maschile, una maggior avversione al rischio che si declina, tra l'altro, nella scelta dello strumento finanziario (per esempio prediligendo alle azioni le obbligazioni o, comunque, escludendo strumenti complessi quali quelli derivati) e nel conseguente minor rendimento. Per esempio, J.M. HEMINWAY, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, cit. alla nota 89, pp. 312-13. Nel contesto italiano, nel *Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022* sono riportati i seguenti dati: l'ansia finanziaria – i.e. il timore di perdere i propri risparmi – è maggiormente diffusa tra le donne (p. 29); una percepita insufficienza delle proprie competenze finanziarie è più frequente nel genere femminile (p. 31); l'*underconfidence* caratterizza le donne per il 40% dei casi e gli uomini per il 31% (p.48). Si tratta in tutti i casi di fattori che causano un'avversione al rischio più accentuata.

<sup>131</sup> Ad una modesta cultura finanziaria consegue una sovrastima del rischio, mentre una *overconfidence* eccessiva è all'origine di una sottostima dell'alea. Cfr. D.V. DOLDER – J. VANDENBROUCKE, *Behavioral Risk Profiling: Measuring Loss Aversion of Individual Investors*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4199169>.

<sup>132</sup> In alcune ricerche il senso di sfiducia viene identificato come uno dei principali fattori capaci di influenzare la percezione del rischio degli investitori privati. Per una sua disanima da questa prospettiva, cfr. U. RIGONI, *La percezione del rischio*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, cit. alla nota 109, pp. 14 ss. Non è un caso, quindi, che la disciplina giuridica si orienti in modo privilegiato verso una ricostruzione della fiducia nei mercati: cfr. P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Element of Truth in Financial Markets Law*, in *German Law Journal*, 2017, Vol. 18, No. 1, pp. 1-38.

<sup>133</sup> Per *home bias* si intende riferirsi alla tendenza ad investire in strumenti finanziari rilasciati da emittenti conosciuti e vicini, per cui ad un'oggettiva analisi del valore fondamentale si privilegia l'apparente familiarità. Tale pregiudizio sembra presentarsi anche con riferimento ad investimenti sostenibili, cfr. A. LEVELS – C. LAMBERT – M. WEDOW, *Green bond home bias and the role of supply and sustainability preferences*, in *De Nederlandsche Bank Working Paper*, 2023, No. 767, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4379083>.

<sup>134</sup> Cfr. P. LIMPAPHAYOM – P.R. LOCKE – P. SARAJOTI, *Gone with the wind: Chicago's weather and future trading*, in *Review of Future Markets*, 2007, Vol. 16, No. 1, disponibile all'indirizzo: <https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPIUM/2006/papers/133-EFM06%20-%20Sarajoti%20%20WeatherEFMSymposium.pdf>.

<sup>135</sup> Per la relazione tra avversione al rischio e stato coniugale, con riferimento specifico a condotte di *insider trading*, cfr. P. HEDGE – S. LIAO – R.MA – N.H. NGUYEN, *CEO Marital Status and Insider Trading*, in *British Journal of Management*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3991991>.

<sup>136</sup> Il fattore emotivo porta a considerazioni che si esauriscono in un mero raffronto "buono/cattivo", incanalando anche eventuali pregiudizi della società civile. Per esempio, informazioni positive relative a

preferenze temporali nelle prospettive di investimento<sup>137</sup>, obiettivi finanziari<sup>138</sup>, rendimenti conseguenti alle scelte immediatamente precedenti<sup>139</sup>, potenziali risvolti economici<sup>140</sup>, caratteristiche del sistema nervoso<sup>141</sup> e differenze nella percezione del denaro posseduto<sup>142</sup>. Il cd. *conservatorism bias* (o *status quo bias*) costituisce invece una delle principali critiche empiriche all'attendibilità reale della ECMH. Se la teoria dell'efficienza dei mercati postula una reazione immediata a quelle nuove notizie che impattino sul valore fondamentale, la finanza comportamentale sembra invece dimostrare che il pubblico di investitori raramente risponde in tempi brevi, indipendentemente dalla fonte dell'ultima informazione (cd. *source blindness*). Il risultato sarebbe quindi un generale fenomeno di *under-reaction*<sup>143</sup>.

---

successi nel campo della manipolazione genetica potrebbero non essere considerate come base dei propri investimenti solo per la reazione di terrore che il settore implica nelle menti di alcuni. Al contrario, alcuni investitori potrebbero preferire investimenti in settori farmaceutici esclusivamente perché volti alla scoperta di cure benefiche. Per esempi simili, cfr. D.A. HOFFMAN, *The Duty to Be a Rational Shareholder*, in *Minnesota Law Review*, cit. alla nota 111, pp. 556-57.

<sup>137</sup> Si ricordi il cd. *hyperbolic discount* che indica la preferenza per un beneficio – anche ma non solo finanziario – immediato rispetto ad un'utilità maggiore riferita però ad una prospettiva temporale a lungo termine. È stata anche evidenziata una naturale e psicologica tendenza a faticare nel pensarsi a lungo termine, palesandosi gli obiettivi di vita immediati. Il *Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2022* osserva (p. 31) che il 63% degli investitori stenta a porsi obiettivi esageratamente distanti nel tempo, mentre il 77% preferisce scopi finanziari di breve-medio periodo (cd. *myopic loss aversion*).

<sup>138</sup> E. ENGLE, *Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison*, in *European Business Law Review*, 2010, Vol. 26, p. 476: “the fact is there is no one reasonable investor but rather a spectrum of reasonable investment strategies”. L'autore così poi prosegue: “an investment strategy for a retiree must be cautious whereas a person in their prime can accept greater risk in order to obtain greater reward to build their retirement funds”.

<sup>139</sup> Nel dettaglio, recenti guadagni sono correlati ad una successiva maggior propensione al rischio, mentre perdite di fresca data ottengono il risultato opposto. Cfr. D.C. LANGEVOORT, *Taming the Animal Spirits of the Stock Market: a Behavioral Approach to Securities Regulation*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, Vol. 97, No. 1, pp. 142 ss.

<sup>140</sup> *Ibidem*. Un guadagno potenziale è associato ad una maggior avversione al rischio (tra l'altro, incentivando a vendere troppo presto strumenti finanziari dal rendimento positivo, presentandosi il *disposition effect* già accennato), mentre un'eventuale perdita è fonte di una maggior propensione al rischio (persuadendo al contrario a vendere troppo tardi strumenti finanziari dal rendimento negativo). A complicare il quadro, si ricordi che la soddisfazione conseguente ad un profitto è inferiore all'insoddisfazione in seguito ad una perdita, secondo un rapporto di 1.0/2.5: cfr. U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, cit. alla nota 103, pp. 84 ss.

<sup>141</sup> P.H. HUANG, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of information and Reasonableness of Investors*, cit. alla nota 104, p. 107: “patients with lesions in specific components of a neural circuitry for emotional processing displayed less loss aversion and earned more money in simulated real-life investment decisions than individuals without brain lesions and patients with lesions in areas of the brain unrelated to emotional processing”.

<sup>142</sup> U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, cit. alla nota 103, pp. 85 ss. ricorda che la percezione del denaro si modifica a seconda e delle risorse finanziarie possedute e della quantità di spesa da sostenere. Il risparmio, in altre parole, raramente viene visualizzato in termini assoluti ma per lo più in termini relativi.

<sup>143</sup> Ovviamente, l'*overconfidence* gioca un ruolo rilevante anche per quest'inefficiente congiuntura: più si crede in se stessi meno si baderà a quelle informazioni che negano la propria capacità finanziaria, procrastinando decisioni altrimenti benefiche. In altre parole, l'investitore tenderà ad interpretare le informazioni in un senso a sé favorevole e conveniente (cd. *self-serving bias*). Sembra, inoltre, che l'*under-reaction* si presenti in forme più acute in presenza di informazioni non particolarmente “drammatiche”. In ogni caso, gli investitori professionali sembrano, tendenzialmente, reagire più celermente alle informazioni: cfr. C. DI NOIA – M.

La congiuntura opposta consiste invece in una tendenziale *over-reaction*, la cui origine va individuata in uno stretto combinarsi di *overconfidence* da una parte e *framing effect* dall'altro<sup>144</sup>.

Le due circostanze, pur se speculari, non devono considerarsi sempre reciprocamente escludenti: rispetto ad un medesimo strumento finanziario potrebbero infatti alternarsi periodi di sovrastima a momenti di sottostima dell'obiettivo valore sottostante, in ogni caso rendendo irrazionale il valore di scambio in un data finestra storica temporale.

Ulteriormente, un atteggiamento conservatore nelle proprie decisioni suggerisce agli investitori di conservare ciò di cui si è già titolari piuttosto che acquistare strumenti finanziari nuovi mai detenuti (cd. *endowment effect*), causando naturalmente profitti inferiori e perdite maggiori<sup>145</sup>.

I procedimenti euristici nonché i pregiudizi ora tratteggiati individuerebbero una categoria di investitori sostanzialmente irrazionale che, tuttavia, non deve considerarsi quale prototipo assoluto e pienamente veritiero di tutto quanto il mercato nel suo insieme.

Da una parte, l'*arbitrage model* – secondo cui gli operatori davvero razionali (*informed traders*) influenzano le dinamiche del mercato – sembra comunque compensare le irrazionalità dei cd. *noise traders*, almeno se si adotta una prospettiva di efficienza, per così dire, a lungo termine. Dall'altra, accogliere normativamente l'irrazionalità del mercato condurrebbe a profonde lacerazioni e costanti incertezze – con un aumento dei costi di *compliance* per gli emittenti e di *overdeterrence* per gli *insider* –, anche sulla considerazione che modelli psicologici risultano complessi, se non impossibili, da traslitterare con precisione nel mondo giuridico<sup>146</sup>.

Anche non condividendo la visione radicale della finanza comportamentale – per cui, in sintesi, il valore di scambio diverge *sempre* dal valore fondamentale – è comunque quasi

---

GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, cit. alla nota 69, pp. 503 ss.

<sup>144</sup> L'*over-reaction* sembra segnatamente più intensa in seguito a notizie negative, per lo più se presentate in una modalità eccessivamente drammatica (combinandosi, quindi, anche con il *framing effect*); J.E. FISCH, *Regulatory Responses to Investor Irrationality: The Case of the Research Analyst*, in *Fordham Law Legal Studies Research Paper*, 2006, No. 100, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=868642>: “[...] may lead to an overreaction in which people forsake ladders altogether in favor of sitting in the dark when a light bulb burns out”.

<sup>145</sup> L'*endowment effect*, illustrato con l'esempio “Joe and His Opera Tickets”, è spiegato con l'ausilio di numerosissimi studi psicologici comportamentali in J. TEALL, *Financial Trading and Investing*, cit. alla nota 96, pp. 328 ss.

<sup>146</sup>R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, in *European Company and Financial Law Review*, Vol. 19, No. 3, 2022, pp. 496 ss.

innegabile che per finestre temporali ben individuate questa discrasia *talvolta* sussista<sup>147</sup>. Non solo, infatti, come già accennato anche investitori esperti possono soffrire di pregiudizi e *bias*<sup>148</sup> ma addirittura le stesse autorità finanziarie nazionali paiono peccare di alcune distorsioni cognitive<sup>149</sup>.

Non è più possibile, quindi, tralasciare in assoluto le scoperte della finanza comportamentale presumendo che il mercato si comporti *sempre* in modo razionale: crisi finanziarie globali e scandali più o meno regionali dovrebbero da soli dimostrare il contrario.

Al solito, il sistema normativo deve necessariamente adottare una prospettiva maggiormente coerente con la realtà, certo non assumendo ferreamente che l'investitore dei mercati sia *soltanto* quello irrazionale<sup>150</sup>, ma comunque manifestando la consapevolezza che *qualche volta*<sup>151</sup> questo esista, e regolare di conseguenza la realtà degli investimenti in capitali<sup>152</sup>.

Questa posizione viene per l'ennesima volta qui confermata, in contrasto con quegli orientamenti che ritengono il legislatore dell'Unione Europea un'autorità qualificante – implicitamente – l'investitore irrazionale come non meritevole affatto di alcuna tutela giuridica<sup>153</sup>. Non si tratta, infatti, di ragionare su *chi* meriti una protezione nel mercato dei capitali, quanto piuttosto riflettere su *come* il mercato in generale possa essere tutelato in

---

<sup>147</sup> Per dovere di completezza, esistono anche posizioni intermedie. Per esempio, il premio Nobel Fischer Black ha sostenuto che gli *stock prices* gravitano generalmente intorno ad un *range* tra la metà del valore fondamentale e il doppio del loro valore: cfr. F. BLACK, *Noise*, in *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, pp. 528-43.

<sup>148</sup> Pur nella convinzione che una qualche forma di efficienza informativa nel lungo periodo venga raggiunta, non si possono omettere gli ulteriori limiti dell'*arbitrage model*, tra cui i costi di transazione e il cd. *joint hypothesis problem* secondo cui eventuali discrasie rispetto al valore fondamentale sono causate (anche) dall'assenza di un metodo universalmente riconosciuto di *price-evaluation*; cfr. F. ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Markets Efficiency: Is There a Dialogue? A Preliminary Reflection on Regulation 596/2014/EU*, cit. alla nota 87, pp. 289 ss.

<sup>149</sup> Per alcuni esempi con riferimento all'operato – non sempre razionale – della SEC nei mercati statunitensi cfr. S.J. CHOI – C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, cit. alla nota 118, pp. 1-73.

<sup>150</sup> Oltre alle osservazioni appena compiute, si noti ulteriormente che alcuni *bias* e certi procedimenti euristici potrebbero essere alleviati da interventi di varia forma, per esempio mediante campagne di educazione finanziaria. Presumere l'irrazionalità degli investitori *in toto* rischierebbe così di peccare – a lungo termine – di ingenuo anacronismo ed imprecisione.

<sup>151</sup> Questa visione altro non è se non il solito compromesso, consistente, cioè, non nel considerare *sempre* ogni informazione materiale anche se usata da investitori irrazionali, ma qualificarne così soltanto *alcune*. A proporlo è P.H. HUANG, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of information and Reasonableness of Investors*, cit. alla nota 104, pp. 113 ss. che suggerisce di sostituire “the total mix” con “the total affect”.

<sup>152</sup> T.C.W. LIN, *The New Investor*, cit. alla nota 13, p. 698: “a serious chasm exists between the regulatory world and the real world. Financial regulations crafted primarily for *one illusive population of rational investors* actually govern a significantly distinct population of real investors” (corsivo aggiunto).

<sup>153</sup> R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Oxford, Hart Publishing Ltd, 2017, Seconda Edizione, p. 235 insiste sul considerando n. 14 che – a sua detta – negherebbe la tutela all'irrazionalità degli operatori di mercato.

quanto ad integrità e fiducia. Nell'approccio qui suggerito non vi è alcuna traccia, quindi, di forme sottese di labile paternalismo<sup>154</sup>.

Se questo è il fine – per l'ennesima volta quindi prediligendo un'interpretazione teleologica – ne consegue che un ordinamento giuridico dovrebbe forse prendere in considerazione anche l'irrazionalità là dove questa violi la fiducia nei mercati.

Regolamentare un mercato presuppone, ancora una volta, la conoscenza profonda della realtà di un fenomeno<sup>155</sup>.

## **§2. In che modo le informazioni ESG divengono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva teorica nel contesto dell'Unione Europea**

### *§2.1. Le informazioni ESG per l'investitore ragionevole: una prima panoramica complessiva*

Nel presente lavoro, discutendo della materialità delle informazioni dalla prospettiva specifica della *price-sensitivity*, si è già ampiamente – ed implicitamente – preso posizione rispetto all'importanza delle informazioni ESG *anche* dall'angolazione dell'investitore ragionevole. Quanto appena detto rimane vero *indipendentemente* dalla concezione che si decida di attribuire a tale *standard* soggettivo.

Semplici ragionamenti possono essere articolati con riferimento a molte delle interpretazioni finora analizzate.

Identificare l'investitore ragionevole con il mercato comporta il sostanziale esaurirsi dello *standard* soggettivo nel solo impatto sui prezzi dell'informazione. Pur essendo stato *supra*

---

<sup>154</sup> Come noto, l'irrazionalità dei soggetti potrebbe persuadere ad un approccio paternalistico, il cui rischio, tuttavia, sarebbe quello sia di bloccare ogni forma di innovazione – necessaria nel mondo finanziario – sia di intervenire con generalizzazioni eccessive ed irragionevoli, penalizzando chi non affetto da procedimenti euristici o *bias* cognitivi; cfr. N. RANGONE, *Errori cognitive e scelte di regolazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, fasc. 1, pp. 7-18.

<sup>155</sup> Una proposta ermeneutica idonea a rappresentare in misura più vivida la realtà dei mercati ha avuto *supra* ad oggetto specifico la *price-sensitivity* (v. Capitolo Primo, §3.3), ma non si vede la ragione per cui non debba essere estesa anche alla prospettiva soggettiva-individuale dell'investitore ragionevole. Come più volte ricordato, *price-sensitivity* e *reasonable investor* sono due facce della medesima nozione che inevitabilmente si influenzano reciprocamente: quanto vale per l'uno ben può talvolta valere anche per l'altro. In effetti, un massimo spostamento di interessi verso investimenti sostenibili aumenta la probabilità che le informazioni ESG abbiano un effetto significativo sui prezzi, da una parte, e dimostra come *anche* l'investitore ragionevole le prenda in considerazione, dall'altra.

criticato tale orientamento<sup>156</sup> – volendo qui sostenere l'autonomia delle due facce della materialità – a voler comunque adottare questa impostazione ermeneutica le informazioni ESG ben possono considerarsi materiali. Nell'analizzare l'elemento oggettivo della *materiality*, nel presente lavoro è stato già dimostrato che tali informazioni sono, infatti, perfettamente idonee ad influenzare i prezzi degli strumenti finanziari.

La prospettiva ermeneutica mediana dell'investitore ragionevole nemmeno dà adito a dubbi: anche le informazioni ESG possono considerarsi materiali. È innegabile che l'investitore senza qualità – pur non identificandosi né con quello al dettaglio né con quello sofisticato – si orienta, oltreché sulla base delle proprie preferenze d'investimento personali, anche con riferimento alle dinamiche del mercato – ammesso, ovviamente, che tali dinamiche gli interessino. Risulta necessario, in altre parole, adottare di nuovo un approccio di tipo empirico: già si è dimostrato il crescente e costante spostamento di interessi verso gli investimenti sostenibili, e non pare necessario soffermarsi qui ulteriormente su tali aspetti. Medesima conclusione se si decide di specificare l'investitore ragionevole con quello al dettaglio: l'interesse verso investimenti sostenibili è – o, quanto meno, comincia ad essere sempre più – rilevante anche per l'operatore non istituzionale.

*A fortiori* è valido il ragionamento sinora svolto se si considera incarnazione dell'investitore ragionevole l'investitore professionale: sono anzi proprio gli operatori sofisticati – ed i grandi fondi comuni *in primis* – a rappresentare maggiormente l'ormai matura predilezione per le informazioni ESG<sup>157</sup>.

Estremamente complesso, invece, ragionare adottando la prospettiva frutto degli studi di finanza comportamentale. Procedimenti euristici e pregiudizi cognitivi affliggono spesso singoli specifici investitori, a seconda delle peculiarità e caratteristiche: si rende così pressoché impossibile predisporre – o interpretare – nozioni giuridiche che, in quanto tali, pur riferendosi a collettività più o meno ampie, devono assumere sempre e comunque il carattere di generalità ed astrattezza. Assumono, allora, straordinaria importanza quelle manifestazioni di irrazionalità idonee a rilevare per ampie schiere di investitori considerate nel loro insieme. È necessario studiare, in altre parole, quelle dinamiche capaci di acquisire il carattere più generale possibile, tali da convogliare le risorse verso un'univoca – o quasi – direzione di investimento. In particolare, il fenomeno dei comportamenti gregari è, senza

---

<sup>156</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.2.

<sup>157</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, in particolare §3.2.

dubbio, la dinamica non razionale più importante – o, comunque, potenzialmente più importante – rispetto alle informazioni ESG. È quindi più che opportuno, e sufficiente, far qui leva sugli spostamenti, sia teorici sia empirici, di interessi verso informazioni sulla sostenibilità già ampiamente studiati. Investitori e istituzionali e al dettaglio, che convogliano un volume sempre maggior di risorse finanziarie sulla base delle informazioni ESG, fungono da modello consistente anche per chi, al contrario, non si mostra affatto interessato al bene pubblico ma, semplicemente, è invogliato dalle mode del momento<sup>158</sup>.

Discorso ben più approfondito deve essere invece affrontato quando si intende interpretare l'investitore ragionevole alla stregua di un agente del tutto razionale, sia perché rimane ancora – come osservato – molto diffuso tale orientamento sia perché le istituzioni dell'Unione Europea negli ultimi anni si sono mosse nel senso di dare veste esplicite di razionalità allo *standard*. Tale approccio sarà di straordinaria importanza anche per comprendere finalmente quale approccio ermeneutico il legislatore dell'Unione Europea sembri (*rectius*: abbia tentato di) adottare.

## §2.2. *L'investitore ragionevole come investitore razionale per il legislatore dell'Unione Europea*

Trascorsi cinque anni dall'entrata in vigore del Regolamento (UE) 596/2014<sup>159</sup>, la Commissione Europea, facendo diretta applicazione dell'art. 38 MAR<sup>160</sup>, ha affidato all'ESMA il compito di verificare l'effettività e l'adeguatezza della disciplina sugli abusi di mercato. È quindi cominciata – ad ottobre del 2019 – una procedura di consultazione

---

<sup>158</sup> La concreta possibilità di *herd behaviour* è stata volutamente già presa in considerazione *supra* per giustificare l'attenzione posta, nel presente lavoro, alle condotte d'investimento dei grandi fondi comuni (v. Capitolo Primo, §3.2). La potenziale esistenza di comportamenti gregari è assunta a premessa dei propri ragionamenti da P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, cit. alla nota 16, pp. 277 ss. Ancora, il fenomeno gregario è considerato come una delle ragioni principali alla base dell'interesse dei fondi di investimento verso le informazioni sulla sostenibilità da J. PRZYCHODZEN – F. GOMEZ-BEZARES – W. PRZYCHODZEN – M. LARREINA, *ESG Issues among Fund Managers – Factor and Motives*, in *Sustainability*, 2016, Vol. 8, No. 10, pp. 1083 ss. In particolare (p. 1083) “fund managers may decide [...] to imitate others' investment strategies to maintain their reputation, achieve similar performance or gain access to unattainable external information”.

<sup>159</sup> Entrata in vigore che si ricorda essere stata prescritta *ex art.* 39 MAR. La data fondamentale è il 3 luglio 2016, anche se non di assoluta e generale portata applicativa.

<sup>160</sup> Per quanto qui più interessa, l'art. 38 individua come uno dei temi che – esemplificativamente – sono contenuti nella relazione sull'applicazione del regolamento “la questione se la definizione di ‘informazione privilegiata’ sia sufficiente a includere tutte le informazioni pertinenti affinché le autorità competenti possano combattere efficacemente gli abusi di mercato”.

pubblica, poi attentamente analizzata al momento della redazione da parte della stessa ESMA del *Final Report – MAR Review* nel 2020<sup>161</sup>.

In sede di consultazione pubblica<sup>162</sup>, per quanto qui d’interesse, l’ESMA ritiene ormai maturi i tempi per uno studio sull’adeguatezza della definizione di informazione privilegiata. In particolare, le questioni poste riguardano: eventuali difficoltà riscontrate dagli operatori di mercato nell’identificare le informazioni privilegiate (Q13), la capacità di prevenire gli abusi di mercato della formulazione definitoria *ex art. 7 MAR* (Q14) e quanto quest’ultima pecchi eventualmente di *underinclusion* (Q15). La figura dell’investitore ragionevole, quindi, non è oggetto esplicitamente delle questioni poste, assumendo piuttosto rilevanza con riferimento alla definizione nel suo complesso e, quindi, soltanto indirettamente<sup>163</sup>.

In una valutazione complessiva dell’efficacia del MAR<sup>164</sup>, l’ESMA non suggerisce alcuna sostanziale modifica alla nozione di informazione privilegiata – che si situa “at the core of the market abuse regime”<sup>165</sup> –, temendo anzi che qualsiasi intervento rischierebbe sia di incidere negativamente su un’ormai acquisita certezza interpretativa sia di ridurre l’integrità e la fiducia nei mercati<sup>166</sup>. Il percorso suggerito consisterebbe, anzi, nella pubblicazione di linee guida da parte delle autorità finanziarie le quali, tuttavia, già sono intervenute di propria iniziativa negli anni, senza consentire il definitivo raggiungimento della certezza giuridica<sup>167</sup>. La posizione agnostica dell’ESMA è stata quindi fortemente criticata<sup>168</sup>.

---

<sup>161</sup> Il documento è disponibile all’indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-mar-review>.

<sup>162</sup> Il documento è disponibile all’indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar\\_review\\_-\\_cp.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar_review_-_cp.pdf).

<sup>163</sup> Viene poi data particolare rilevanza al concetto di informazione privilegiata sia con riguardo ai derivati (punto 5.1.2.1) sia rispetto alla condotta *cd. front-running* (punto 5.1.2.2).

<sup>164</sup> Le risposte alla consultazione sono disponibili all’indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review#responses>.

<sup>165</sup> Punto 160 del Rapporto.

<sup>166</sup> L’ESMA suggerisce esclusivamente un ampliamento della nozione *ex art. 7 MAR* nell’ambito dell’esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari: in particolare, paragrafo 171 ss. del Rapporto. L’autorità giustifica questa sua posizione “conservatrice” ritenendo che l’istituto del ritardo *ex art. 17* paragrafo 4 MAR consenta già ora un equo e corretto temperamento tra le istanze antitetiche. Per una critica cfr. F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuses*, cit. alla nota 85, pp. 180 ss.

<sup>167</sup> H. KRAUSE – M. BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, Vol. 8, No. 3, p. 299 auspicano – dopo aver studiato le incertezze interpretative rispetto alla nozione di informazione privilegiata nel contesto europeo – una definizione comune di investitore ragionevole: lo strumento del regolamento, invece che quello della direttiva, si sostiene non risolverebbe affatto il problema. Gli autori, purtroppo, non si sono sbagliati.

<sup>168</sup> La stessa ESMA, del resto, non è mai intervenuta nel senso di proporre in modo definitivo come debba essere interpretato lo *standard* dell’investitore ragionevole. Basti pensare – per fare un esempio – alle sue *Q&A on the Market Abuse Regulation* in cui mai viene approfondita la tematica (documento accessibile all’indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/qa-market-abuse-regulation>). A ritenere che le linee-guida delle

In particolare, è stato notato che la ritrosia a modificare definizioni oggi in vigore – come nel caso dell’informazione privilegiata – diviene un serio rischio prodromico ad un immobilismo controproducente ad un corretto temperamento fra valori antitetici<sup>169</sup>. A tale proposito, si pensi eventualmente non ad una modifica della nozione di informazione privilegiata rispetto a tutte le discipline per cui essa opera, ma ad un suo mutamento esclusivamente con riferimento all’obbligo di divulgazione *ex art. 17 MAR*<sup>170</sup>. Operare in questo modo né comporterebbe una drastica diminuzione della certezza giuridica – anzi, quest’ultima aumenterebbe con una correlata diminuzione dei costi di *compliance* a carico degli emittenti<sup>171</sup> – né tanto meno incrementerebbero in modo eccessivo le condotte di abuso delle informazioni privilegiate come temuto dall’ESMA.

A dimostrazione ulteriore che è possibile riflettere seriamente in ordine ad eventuali modifiche della normativa, suggerimenti ben differenti sono contenuti nel Rapporto redatto dall’High Level Forum sul Capital Markets Union (cd. *Rapporto CMU*) pubblicato il 10 giugno 2020<sup>172</sup>.

---

single autorità finanziarie, concernenti in particolare la nozione di investitore ragionevole, potrebbero creare disomogeneità nella sua interpretazione è F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuses*, cit. alla nota 85, pp. 178 ss. In generale, l’orientamento manifestato dall’ESMA – secondo cui non è necessario modificare la nozione di informazione né tanto meno chiarire la clausola dell’investitore ragionevole – è criticato da R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, p. 48, nota 195, che, pur riconoscendo come degni di attenzione i timori che ad un eventuale cambiamento normativo potrebbe seguire il rischio di una maggior incertezza, affermano: “we believe that the advantages of a conceptual clarification of inside information could be significant. This is even more urgent as the interpretation of the criterion of price relevance varies widely in Europe”. In ogni caso, rimane che le modifiche rigettate dall’ESMA certo non avrebbero eliminato quelle quasi ontologiche incertezze che, per necessità, potranno essere risolte soltanto in sede applicativa-interpretativa. Sul punto, cfr. M. GARGANTINI, *The European Regulation of Securities Exchanges. Regulated Markets in a Evolving Technological and Legal Context*, Torino, Giappichelli, 2021, p. 88. Per quanto qui di interesse, in particolare l’autore afferma: “when such information can be regarded as price-sensitive by the average rational investor [...] will receive different answers depending on the specific circumstances of the case as interpreted by issuers, which bear the responsibility of the assessment, and ultimately by NCAs”.

<sup>169</sup> Cfr. M. GARGANTINI, *The European Regulation of Securities Exchanges. Regulated Markets in a Evolving Technological and Legal Context*, cit. alla nota 168, pp.86 ss. In particolare (p.87), l’autore afferma: “systematically avoiding amendments to regulation in force for the fear that this can lead to uncertainties might easily lead to petrification”.

<sup>170</sup> Lo si nota in *ibidem*, p. 87. L’autore, ricorda che il cd. *two-step model* è stato a lungo utilizzato prima dell’entrata in vigore della MAD I, senza che, al tempo, il principio di certezza giuridica sia mai stato in serio pericolo soltanto per questa ragione.

<sup>171</sup> Si ricordi, infatti, che in sede di consultazione pubblica le maggiori preoccupazioni intorno all’incertezza relativa alla nozione di informazione privilegiata sono emerse proprio perché causa di aumenti eccessivi dei costi di *compliance* per gli emittenti. Operare come suggerito dal testo permetterebbe, così, di andare incontro alle richieste legittime degli emittenti senza, al contempo, ledere la fiducia nei mercati incitando a condotte di *insider trading*.

<sup>172</sup> High Level Forum on the Capital Markets Union, *A New Vision for Europe’s Capital Markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, disponibile all’indirizzo: [https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-forum-capital-markets-union\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-forum-capital-markets-union_en).

Rimarcando le incertezze applicative dell'art. 7 MAR – in particolare rispetto all'individuazione del *momento* in cui un dato conoscitivo diviene privilegiato – il *Rapporto CMU* suggerisce una nuova definizione di informazione privilegiata, con l'obiettivo di circoscrivere la portata applicativa ritenuta eccessivamente ampia<sup>173</sup>.

La proposta interverrebbe sull'art. 7 paragrafo 4 MAR, sostituendo l'attuale “informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento” con “information a *rational investor* would be likely to consider relevant for the *long-term fundamental value* of the issuer and use as part of the basis of his or her investment decisions” (corsivo aggiunto).

Conseguire la tanto ormai agognata certezza rispetto alla nozione di informazione privilegiata postulerebbe, quindi, necessariamente una specificazione dell'assai controversa figura dell'investitore ragionevole, confermando per l'ennesima volta il suo carattere assolutamente centrale.

Il *Rapporto CMU* si mostra poco tempo dopo capace di un'influenza straordinaria nell'ambito della *EC Targeted Consultation on the Listing Act*<sup>174</sup>. Porsi come obiettivo quello di rendere i mercati europei maggiormente attrattivi per gli investimenti significa inevitabilmente intervenire – o, comunque, riflettere sull'opportunità di intervenire – sulla disciplina degli abusi di mercato e, a cascata, sulla nozione di investitore ragionevole<sup>175</sup>.

Di eccezionale interesse è il punto 46 (b) a sua volta declinata in quattro specifiche sotto-questioni dalla a) alla d). Lo *standard* dell'investitore ragionevole appare alla lettera b)<sup>176</sup>, in cui viene chiesto se sia preferibile precisare il requisito di *price-sensitivity* nel senso di un'informazione che un “rational investor would be likely to consider relevant for the long-term fundamental value of the issuer and use as part of the basis of his or her investments decisions”.

---

<sup>173</sup> In particolare, pp. 67 ss. del *Rapporto CMU*.

<sup>174</sup> Il documento è disponibile all'indirizzo: [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2021-listing-act-targeted\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2021-listing-act-targeted_en). Il periodo di consultazione è partito il 19 novembre 2021 ed è terminato il 25 febbraio 2022.

<sup>175</sup> L'iniziativa è coerente con gli scopi individuati dalla Commissione Europea nell'ambito del *Commission's Capital Markets Union (CMU) Action Plan* del settembre 2020. In particolare, l'*Action 2* del piano contiene una generale volontà della Commissione Europea di semplificare l'accesso ai mercati dei capitali con un'attenzione specifica alle piccole-media imprese (PMI). Questi desiderati interventi sono ribaditi anche dal Presidente della Commissione Europea Ursula von der Leyen nella sua lettera di intenti 2021, disponibile in italiano all'indirizzo: [https://state-of-the-union.ec.europa.eu/state-union-2021\\_it](https://state-of-the-union.ec.europa.eu/state-union-2021_it).

<sup>176</sup> La lettera a) domanda se sia opportuno adottare due definizioni distinte di informazione privilegiata per il divieto di abuso di informazioni privilegiate, da una parte, e per l'obbligo di divulgazione dall'altra; la lettera c) propone di obbligare la divulgazione delle informazioni concernenti una fattispecie prolungata soltanto a procedimento concluso; la lettera d) è campo bianco per eventuali ulteriori suggerimenti.

La proposta riprende *ad litteris* quella del *Rapporto CMU*<sup>177</sup> ed egualmente l'ESMA mantiene ferma la convinzione che non sia affatto necessaria alcuna modifica della nozione e di informazione privilegiata<sup>178</sup> e di investitore ragionevole<sup>179</sup>. Nonostante ciò, risulta comunque fondamentale analizzare la proposta definitoria – sollevata addirittura per la seconda volta – tentando quindi di comprendere come possa essere considerato l'investitore ragionevole per alcune istituzioni ed organi dell'Unione Europea.

### §2.3. *Le informazioni ESG alla prova delle proposte definitorie nel contesto dell'Unione Europea*

I due suggerimenti definitori – anche se distinti soltanto formalmente, essendo del tutto identici nel loro contenuto tanto da poterli considerare un'*unica* proposta ripetuta due volte – ora accennati introdurrebbero tre elementi del tutto innovativi – almeno con riguardo alla formulazione formale della normativa<sup>180</sup> –, ossia la razionalità, l'interesse verso il valore fondamentale ed una prospettiva temporale di lungo termine.

Interpretare l'investitore ragionevole come razionale, come già ampiamente dimostrato, non è certo una novità, e nemmeno nell'ambito di articolazioni varie dell'Unione Europea<sup>181</sup>.

---

<sup>177</sup> Così come la consultazione ora sotto analisi, anche il *Rapporto CMU* proponeva ulteriormente di prevedere un cd. *safe harbor* con riferimento alle tappe intermedie delle fattispecie complesse. Le due direttrici proposte – l'introduzione formale del canone di razionalità e l'esenzione per le tappe intermedie – rendono evidente il loro reciproco rapportarsi ed influenzarsi: a seconda del significato da attribuire al paradigma dell'investitore ragionevole muta la rilevanza delle tappe intermedie. Per quest'intrecciarsi e i relativi orientamenti cfr. S. GILOTTA – F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, cit. alla nota 68, pp. 99 ss. Le due proposte citate sarebbero, tra l'altro, perfettamente coerenti in se stesse: secondo una certa concezione ermeneutica, scelte razionali di investimento non potrebbero in alcun modo basarsi su informazioni che, riferendosi a tappe di un evento ancora incerto, difettino così del requisito di precisione. Ecco spiegata la ragione per cui il canone della razionalità è armonicamente coniugato con un *safe harbour* avente ad oggetto le tappe intermedie.

<sup>178</sup> Questo nonostante la maggioranza dei partecipanti alla consultazione abbia negato che l'attuale contesto normativo – arricchito dalle chiarificazioni fornite dall'ESMA – assicuri certezza del diritto.

<sup>179</sup> Nella sua risposta, l'ESMA addirittura si limita a rinviare al suo precedente *MAR Review Report*, aggiungendo che una facilitazione nell'accesso al mercato – obiettivo che vede come destinatari le PMI – non può svolgersi in contrasto con la prevenzione degli abusi di mercato. Si veda il seguente indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma24-436-1152\\_letter\\_to\\_ec\\_on\\_listings\\_act\\_consultation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma24-436-1152_letter_to_ec_on_listings_act_consultation.pdf).

<sup>180</sup> La precisazione è ritenuta rilevante sulla considerazione che già ora (v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.1) alcuni orientamenti attribuiscono i tre elementi in questione all'attuale investitore ragionevole. È certo che, in ogni caso, un'eventuale definizione normativa similare costituirebbe un quasi insuperabile avallo da parte del legislatore.

<sup>181</sup> Per esempio, *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive* (disponibile all'indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/cesrs-advice-possible-level-2-implementing-measures-proposed-market-abuse-directive>) in cui a p. 10 – pur se *en passant* in una nota – si afferma laconicamente: “a reasonable investor is a person that thinks and behaves in a *rational way*” (corsivo aggiunto).

Numerosissimi sono, nel contesto europeo, i sostenitori dell'orientamento secondo cui il legislatore ha già definito l'investitore ragionevole come attore razionale. Talvolta si è argomentato richiamando la natura – per così dire – tecnocratica del legislatore dell'Unione Europea che imporrebbe, di conseguenza, tutta una serie specifica di capacità finanziarie<sup>182</sup>. Altre volte, l'argomento sostenuto è di natura letterale e teleologico insieme, sostenendo che prevedere, *ex art. 7 MAR*, una pluralità di distinti requisiti perché un'informazione possa considerarsi privilegiata – e non limitarsi, quindi, al *test* dell'investitore ragionevole – sarebbe giustificato proprio dalla volontà di circoscrivere l'altrimenti eccessivo ambito di operatività della disciplina<sup>183</sup>. Un ulteriore argomento letterale si poggerebbe, ancora, sui considerando n. 14 e n. 15 MAR i quali, sostenendo in particolare che l'investitore ragionevole prende le proprie decisioni analizzando l'intero contesto, postulerebbero la razionalità come linfa dei mercati<sup>184</sup>.

In ogni caso, un intervento simile eliminerebbe qualsivoglia dubbio residuo, accogliendo un'interpretazione che renderebbe il panorama normativo – anche se non coerente con la realtà – quanto meno lineare con se stesso. Tutte le nozioni rilevanti della normativa si coniugherebbero armonicamente derivando tutte quante dai tradizionali modelli della finanza neoclassica: la ECMH, il valore fondamentale, la nozione di informazione privilegiata e la definizione di investitore ragionevole<sup>185</sup>.

---

<sup>182</sup> Argomenta in questo modo A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, cit. alla nota 49, p. 28. Le capacità presunte per l'autore sono, in particolare: celere individuazione delle informazioni materiali, loro immediata relativa elaborazione, apprendimento dagli errori e scelta idonea dei mezzi rispetto al fine. Il ragionamento dell'autore, quindi, parrebbe essere il seguente: l'origine "tecnocratica" del legislatore dell'Unione Europea – dotato, quindi, di competenze finanziarie particolarmente elevate – sarebbe all'origine di una sua presunzione secondo cui anche la nozione di investitore ragionevole identificherebbe un attore di mercato altrettanto abile e capace finanziariamente.

<sup>183</sup> *Ibidem*, pp. 28-29. In particolare (p. 28), l'interpretazione dell'investitore ragionevole proposta dall'autore "potrebbe essere confortata dal fatto che si è conseguentemente cercato di depotenziare le capacità espansive dell'area dell'illecito, altrimenti dilatate dalle superiori qualità cognitive e decisionali dell'investitore ragionevole, sfumandole con delle clausole elastiche ("presumibilmente", nell'attuale art. 181, comma 4, t.u.f., "probabilmente", nell'art. 7, par. 4, MAR) e mescolando l'informazione privilegiata tra i vari elementi che l'investitore pondera nell'adottare le sue decisioni". Si noti che tali "clausole elastiche", da una parte, vengono spesso additate come foriere di ancora superiori incertezze esegetiche: cfr. F. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della comunitaria 2004*, in *Diritto penale e processo*, 2005, pp. 1467 ss.; dall'altra, eliminare l'espressione "probabilmente", se è forse vero che comporterebbe minor vaghezza semantica e, quindi, minor incertezza interpretativa, non consentirebbe tuttavia al campo di applicazione della normativa di comprendere tutta una serie di informazioni comunque rilevanti. In altre parole, è proprio il termine "probabilmente" ad aumentare il confine operativo del MAR.

<sup>184</sup> Quest'orientamento è ricordato da R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, p. 50 e dottrina richiamata a nota 200.

<sup>185</sup> Entrambe le proposte definitorie, tra l'altro, non si presenterebbero come semplice chiarificazione dello *standard* dell'investitore ragionevole, ma interverrebbero sostituendolo radicalmente. Non esisterebbe più, in altre parole, questa derivazione diretta dall'ordinamento statunitense.

Le informazioni ESG, o quanto meno *alcune* di esse, sono senza ombra di dubbio comprese nel patrimonio conoscitivo di un agente razionale, rientrando, pertanto, nel campo di applicazione del primo elemento della proposta ora in esame. Se l'investitore razionale persegue esclusivamente obiettivi finanziari, è stato evidenziato – ancora una volta *supra*<sup>186</sup> – che non rari sono ormai i casi in cui preferenze verso investimenti sostenibili siano motivati non (solo) da interessi sociali ma (anche) strettamente finanziari<sup>187</sup>. Se l'investitore razionale è capace di adattare le proprie preferenze al mutare delle circostanze – mantenendole poi stabili e coerenti nel tempo –, non è inopportuno rimembrare che da anni ormai è in atto un massiccio e ancora mai seriamente arrestato spostamento di interessi verso investimenti sostenibili. Se l'investitore razionale individua immediatamente le informazioni rilevanti che siano coerenti, non contraddittorie e costanti, allora le informazioni ESG non strabordano dai confini appena tracciati<sup>188</sup>. Non si può poi scordare che, come noto, l'investitore razionale – almeno a detta della letteratura tradizionale – persegue come proprio scopo principe la massimizzazione dei profitti.

Non a caso, difatti, il secondo elemento che denota la proposta *de iure condendo* ora in esame circoscrive le informazioni privilegiate – rilevanti per un investitore ragionevole – a quelle attinenti al valore fondamentale dell'impresa. In perfetta coerenza con l'assunto della razionalità appena discusso, quanto non impatti o sui flussi di cassa futuri o sul rischio ad essi associato non è incluso nelle valutazioni dell'investitore e, quindi, viene *naturaliter* scartato<sup>189</sup>. A questo proposito, è già stato dimostrato *supra* come le informazioni ESG impattino su entrambi questi due fattori (v. Capitolo Primo, §2.3), divenendo quindi idonee ad influenzare in modo significativo – ed in perfetta successione logica-matematica – il valore fondamentale.

---

<sup>186</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §2.3.

<sup>187</sup> Non si intende qui negare quanto ampiamente discusso *supra* in merito all'evidente crescita di investimenti sostenibili a livello e regionale e globale (v. Capitolo Primo, §3.2). Tuttavia – dato quanto detto come avvalorato – si intende qui (fingere di) sostenere le differenti concezioni dell'investitore ragionevole per comprendere se *in ogni caso* le informazioni ESG siano qualificabili come rilevanti adottando la prospettiva soggettiva di volta in volta richiamata.

<sup>188</sup> La razionalità insita nelle informazioni ESG è valorizzata da R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, p. 50, concludendo poi che una concezione informata al paradigma dell'*homo economicus* comunque non esclude i dati conoscitivi sulla sostenibilità. In particolare, gli autori definiscono l'informazione ESG “consistent, free of contradictions, transitive, and invariant” e, quindi, idonea ad essere considerata da un agente razionale.

<sup>189</sup> Pare opportuno, anche se brevemente, ricordare che esiste almeno un caso per cui, attualmente, un'informazione non relativa al valore fondamentale comunque viene qualificata quale privilegiata. Si sta qui richiamando la nozione di *trading-related information* il cui abuso è vietato *ex art. 8 MAR*. In ogni caso, la categoria non assume rilevanza con riferimento alle informazioni ESG.

Infine, l'ultimo elemento innovativo, che riguarda la finestra temporale da considerare, indica come rilevante la prospettiva a lungo termine. Dato che *in coda venenum*, proprio su questo aspetto sono emerse le critiche più intense<sup>190</sup>.

Un ordinamento che accogliesse la visione per cui è materiale l'informazione relativa ad un periodo distante nel tempo sarebbe ineluttabilmente condannata ad un'eterna e irrimediabile incertezza e interpretativa e applicativa. Le modestissime reazioni alla proposta definitoria nel corso della *EC Targeted Consultation on the Listing Act* potrebbero essere causate proprio da questo terzo ed ultimo elemento definitorio<sup>191</sup>.

L'incertezza deriverebbe segnatamente dall'assoluta indeterminatezza semantica del sintagma, a causa di un'insanabile equivocità della formulazione linguistica, tanto da – addirittura ancora sul piano dell'interpretazione astratta – originare tre distinti orientamenti. Una prima soluzione suggerisce di considerare la prospettiva a lungo termine come semplice ripetizione della già enunciata attinenza dell'informazione al valore fondamentale. Infatti, “[o]nly information that has a (long-term) impact on these future cash flows has an impact on the fundamental value”<sup>192</sup>. Questa proposta ermeneutica – per quanto mal si concili con il dovere dell'interprete di attribuire un autonomo significato ad ogni sintagma o termine introdotto dal legislatore – in ogni caso consente comunque di includere anche le

---

<sup>190</sup> R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, pp. 499 ss. sono voci autorevoli di tali critiche, pur dopo aver ampiamente elogiato i due precedenti elementi definitori della proposta. In proposito, ritengono, da una parte, che l'irrazionalità dell'individuo non potrebbe affatto essere codificata dal legislatore, rischiando di arrecare lesione al principio di certezza del diritto con un inevitabile rischio di *overdeterrence*; dall'altra, circoscrivere la disciplina alle informazioni relative al valore fondamentale eviterebbe gli enormi costi sostenuti dagli operatori di mercato per selezionare i dati conoscitivi davvero rilevanti in un'altrimenti straordinaria mole di notizie. Questo, ovviamente, senza tener conto del cd. *information overload*. A proposito del rischio di *overdeterrence* sproporzionato della disciplina degli abusi di mercato, cfr. C.E. PALIERO, *L'indifferenza costruttiva. Il contributo della sociologia di Theodor Geiger a teoria e prassi del diritto penale*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2019, fasc. 2, pp. 749 ss.

<sup>191</sup> A dire il vero, la proposta ha ricevuto più risposte “I support” che “I don't support”. Tuttavia, ad essere forse davvero rilevante è un numero superiore rispetto al resto della consultazione di “Don't know-no opinion”, segno che, forse, tale suggerimento si mostra ancora troppo complesso e contorto, con particolare riferimento all'indicata prospettiva a lungo termine.

<sup>192</sup> R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, p. 501. Gli autori proseguono, immediatamente dopo, ricordando invece che variazioni a breve termine influenzano in misura *relativamente* inferiore il valore fondamentale, “unless they also include information on future cash flows”. Questo orientamento, altrimenti detto della ridondanza, è oggetto di potenziali critiche di teoria generale, dato il dovere dell'ermeneuta di *non* interpretare distinti termini di legge come semplici ripetizioni. G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, Giuffrè, 1980, p. 152: “la ripetizione logora la forza persuasiva e propagandistica dei messaggi, dato che i riceventi sono poco impressionati dal messaggio iterato essendosi ad esso abituati [...] Questa considerazione ha dato luogo ad una presunzione di economicità della legge, per cui – entro uno stesso livello gerarchico – si ritiene che il legislatore eviti le ripetizioni”. La forza persuasiva di tale argomento – detto anche del legislatore non ridondante –, tuttavia, è da tempo in discussione: cfr. *ibidem*, pp. 151-52.

informazioni ESG. Ancora una volta, è opportuno ricordare che alcune delle informazioni ESG sono idonee ad avere un impatto sia sul flusso di cassa futuro sia sul rischio ad esso associato.

Un secondo orientamento predilige invece una sinonimia perfetta fra l'espressione "long-term" e il concetto di sostenibilità. Infatti, nel dibattito accademico si stenta ad individuare confini precisi fra le due nozioni, peccando spesso in confusioni terminologiche fra le due nozioni<sup>193</sup>. Da tale colpa non è esente nemmeno la Commissione Europea<sup>194</sup>. È del tutto pleonastico – per ovvie ragioni – che (almeno) alcune delle informazioni ESG anche rispetto a tale orientamento sarebbero comprese comunque nel campo di applicazione dell'eventuale norma. Se, come sostiene l'orientamento ora in analisi, ad inserirsi per via interpretativa fosse il concetto di "sostenibilità", emergerebbero a questo punto le già ricordate incertezze su *che cosa* debba intendersi con tale termine<sup>195</sup>. Tali dubbi, per quanto sia stata nel presente lavoro proposta una visione costruttiva del marasma definitorio del concetto di "sostenibilità" presente ad oggi, risulterebbero irragionevolmente eccessive se riferite ad una nozione, quella di informazione privilegiata, tanto fondamentale per un articolato insieme di disposizioni normative<sup>196</sup>.

Infine, l'ultimo orientamento considera il sintagma "long-term" come l'opposto di "short-term", pratica di investimento, quest'ultima, che, pur comportando sicuramente un incremento della liquidità del mercato, non si basa su informazioni relative al valore

---

<sup>193</sup> Per una critica netta, invece, all'individuazione di un'identità noumenica tra *long-terminism* e sostenibilità cfr. M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3, pp. 337 ss.

<sup>194</sup> Un esempio paradigmatico potrebbe essere l'*Action Plan: Financing Sustainable Growth* della Commissione Europea, le cui misure di realizzazione spesso collocano gli investimenti a breve termine in una posizione antitetica rispetto all'obiettivo di "reorient capital flows towards sustainable investment in order to achieve sustainable and inclusive growth", v. European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 March 2018, COM (2018) 97 final.

<sup>195</sup> Senza poi dimenticare che non sono soltanto fattori *lato sensu* di sostenibilità ad influenzare il valore fondamentale.

<sup>196</sup> L'unica soluzione parrebbe essere quella di – nel caso – definire ulteriormente cosa si intenda per sostenibilità ai fini della disciplina sugli abusi di mercato, con il rischio tuttavia di eccessiva frammentazione giuridica. Le numerose insicurezze in astratto sono ben illustrate in R. VEIL – M. WIESNER – M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, cit. alla nota 146, pp. 501 ss.

fondamentale<sup>197</sup>. Pur con le ennesime perplessità che ulteriormente sorgerebbero<sup>198</sup> – confermate tra l’altro dall’ESMA che ha rilevato diverse incertezze derivanti dal riferimento all’ottica di lungo termine<sup>199</sup> –, per quanto qui di interesse le informazioni ESG – o, quanto meno, alcune di esse – si configurerebbero come idonee ad essere prese in considerazione da un investitore ragionevole<sup>200</sup>.

Gli eccessivi dubbi che una siffatta proposta ha suscitato, già soltanto in sede di interpretazione in astratto, possono essere senza dubbio considerati tra le concause della scelta finale nella Proposta della Commissione Europea<sup>201</sup>: quest’ultima, infatti, non reca alcuna modifica alla nozione di investitore ragionevole.

Nonostante la *Call for Evidence* abbia raccolto ampi consensi sull’introduzione del cd. *two-steps model*<sup>202</sup> – differenziando quindi la nozione di informazione privilegiata ai fini della disciplina di divulgazione e di divieto di abuso di informazioni privilegiate –, la proposta si limita ad escludere dal campo di applicazione dell’art. 17 MAR le tappe intermedie (cd. *intermediate steps*) delle fattispecie a formazione progressiva (cd. *protracted process* o

---

<sup>197</sup> È vero che obiettivi di breve termine incidono sulle decisioni di investimento e, a cascata, sui prezzi degli strumenti. Tuttavia – oltre ad influenzare più il valore di scambio che il valore fondamentale – è altrettanto innegabile che il mercato reagisce anche a prospettive temporalmente più ampie. Rimane, certo, da chiedersi quanto sia efficiente focalizzare l’attenzione *esclusivamente* su quest’ultime. Cfr. C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in P. MARCHETTI – F. GHEZZI – R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati: in ricordo di Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2020, pp. 186 ss.

<sup>198</sup> I dubbi comprenderebbero questioni quali: come misurare un investimento a breve termine e come differenziarlo da uno a lungo termine? Senza, poi, considerare che anche spostamenti in periodi temporali limitati possono essere causa di ingiusti profitti da parte degli *insider*.

<sup>199</sup> L’ESMA è ferma nel voler evidenziale “the risks connected with such proposal”. In particolare, tre sono le critiche principali: un’informazione può *comunque* consentire un profitto ingiusto per l’*insider* anche se relativa ad una variazione nel breve periodo (per esempio l’annuncio di dividendi); la prospettiva a lungo termine rischia soltanto di generare incertezza in quanto ad individuazione del relativo campo semantico e referente naturalistico; non si otterrebbe, infine, una restrizione dell’oggetto della divulgazione se si considera che *già ora* la maggior parte delle informazioni privilegiate pubblicate attengono al *long term fundamental value*. Questi ed altri dubbi sono illustrati nel documento disponibile all’indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/annex-response-ec-targeted-consultation-listing-act>.

<sup>200</sup> A dimostrazione dell’inconciliabilità degli investimenti sostenibili con reazioni contingenti e a breve termine, cfr. E. AROM, *The Hidden Value Injury*, in *Columbia Law Review*, 2021, Vol. 121, No. 3, pp. 937-78.

<sup>201</sup> COM(2022) 762 final, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio* che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell’Unione più attraenti per le società e facilitare l’accesso delle piccole e medie imprese ai capitali.

<sup>202</sup> La Proposta, nel capo “Risultati delle valutazioni *ex post*, delle consultazioni dei portatori di interessi e delle valutazioni d’impatto”, ricorda sia la *public consultation* i cui risultati sono pubblicati il 3 ottobre 2019 sia la *Call for Evidence* cominciata il 19 novembre 2022. La maggior parte tra chi ha risposto considera la nozione di informazione privilegiata – insieme all’istituto del ritardo *ex art. 17* paragrafo 4 MAR – come elemento particolarmente gravoso in quanto ad oneri (rispettivamente per il 64% e il 70%). In sintesi, l’art. 7 MAR viene considerato come portatore di una definizione troppo ampia che dovrebbe essere circoscritta *non* da un intervento delle autorità finanziarie – come invece proposto dall’ESMA – ma direttamente dal legislatore. L’azione normativa dovrebbe, inoltre, indirizzarsi verso una differenziazione della nozione.

*multi-staged event*). Ponendosi – ancora una volta – come obiettivi quelli di fornire una maggior certezza del quadro normativo, di diminuire i costi di *compliance* sproporzionati e di aumentare la forza attrattiva dei mercati europei<sup>203</sup>, la Proposta, facendo leva sui differenti scopi della disciplina di divulgazione e di divieto di *insider trading*<sup>204</sup>, suggerisce all’art. 2 di modificare l’art. 17 MAR nel senso di sostituire l’attuale paragrafo 1 comma primo con “tale obbligo [di divulgazione quanto prima possibile] non si applica alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all’articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione di una serie di circostanze o di un evento”.

È importante sottolineare come la Proposta modifichi l’art. 17 MAR conservando, al contempo, inalterata la nozione di informazione privilegiata *ex art. 7 MAR*<sup>205</sup>. Di conseguenza, le tappe intermedie sarebbero escluse dall’obbligo di *disclosure* ma rimarrebbero comprese nel divieto di abuso di informazioni privilegiate: si tratterebbe di un’eccezione specifica ad una nozione generale, ottenuta mediante l’argomento della dissociazione<sup>206</sup>. Si tenterebbe, in altre parole, di cogliere finalmente le differenze fra le due discipline scegliendo comunque di lasciare un’unica – imm modificata e, ormai, granitica – nozione di informazione privilegiata, a dispetto di quanto richiesto dai portatori di interesse<sup>207</sup>.

---

<sup>203</sup> I tre fini sono individuati dal legislatore nel considerando n. 52, in cui ulteriormente si legge: “sei anni dopo la sua entrata in vigore, i riscontri dei portatori di interessi raccolti nel contesto delle consultazioni pubbliche e dei gruppi di esperti hanno evidenziato che alcuni aspetti del regolamento (UE) n. 596/2014 comportano un *onere particolarmente elevato per gli emittenti*” (corsivo aggiunto).

<sup>204</sup> Il considerando n. 58, dopo aver spiegato gli scopi distinti delle due discipline, statuisce che “in tal caso l'emittente dovrebbe comunicare *solo* le informazioni relative all'evento che si intende concretizzare con il processo prolungato, nel momento in cui tali informazioni sono sufficientemente precise” (corsivo aggiunto).

<sup>205</sup> In particolare, rimarrebbe inalterato quanto prescritto *ex art. 7 paragrafo 3 MAR*, secondo cui “una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un’informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate”. L’unica modifica alla nozione di informazione privilegiata non intaccherebbe comunque i requisiti fondanti. L’art. 2 suggerisce, infatti, di modificare l’attuale art. 7 paragrafo 1 lettera d) estendendone la portata applicativa in modo da comprendere “l’informazione trasmessa da un cliente o *da altri soggetti* che agiscono per suo conto o l’informazione nota per via della gestione di un conto proprietario o di un fondo gestito e connessa a ordini pendenti in strumenti finanziari [...]” (corsivo aggiunto). Si segue, in quest’ultimo caso, quanto era anche stato proposto dall’ESMA nel suo *Final Report – MAR Review*, paragrafo 171 ss.

<sup>206</sup> Un semplice argomento strettamente letterale sarebbe sufficiente per tale conclusione interpretativa. A fugare ogni dubbio, in ogni caso, è la spiegazione fornita dalla Proposta con riferimento all’art. 2, p. 26: “Poiché la proposta non modifica il concetto di informazioni privilegiate di cui all’articolo 7, il divieto di abuso di informazioni privilegiate *continua a essere in vigore* anche per una tappa intermedia di un processo prolungato che è caratterizzata da informazioni privilegiate” (corsivo aggiunto).

<sup>207</sup> Una maggior chiarezza, a detta della Proposta, dovrebbe essere compito della Commissione. Sarebbe questa istituzione, secondo quanto prescritto sempre *ex art. 2* – che introdurrebbe un paragrafo *ad hoc* nell’art. 17 MAR –, a prevedere “un elenco *non esaustivo* di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il *momento* in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente la comunichi” (corsivo aggiunto).

L'intricato procedimento culminato nella Proposta di modifica del MAR dimostra costanti incertezze e seri dubbi ad oggi ancora presenti nel pubblico di emittenti e di investitori, auspicanti a gran voce una maggior chiarezza che, tuttavia, non sembra voler passare attraverso una modifica della nozione di investitore ragionevole. Sia i tiepidi accoglimenti da parte dei portatori di interessi sia la Proposta finale sembrerebbero unanimi nel non voler intaccare lo *standard*.

Sia come sia, adottando una prospettiva argomentativa di ordine controfattuale, si è dimostrato che qualsiasi riflessione – dottrinarica e *de iure condendo* e *de iure condito*, legislativa e *de iure condendo* e *de iure condito*, giurisprudenziale e *de iure condendo* e *de iure condito* – relativa alla nozione di investitore ragionevole mantiene un minimo comun denominatore: la materialità, anche dalla prospettiva individuale del concetto, di (almeno) alcune informazioni ESG.

### **§3. In che modo le informazioni ESG sono importanti per l'investitore ragionevole: una prospettiva giurisprudenziale nel contesto degli Stati Uniti d'America**

§3.1. *L'approccio giurisprudenziale statunitense in generale. L'importanza della forma: la cd. puffery doctrine*

Dopo aver illustrato come si rapporti la nozione di investitore ragionevole con le informazioni ESG nell'ordinamento giuridico dell'Unione Europea, appare ora di enorme interesse comprendere come tale connessione si manifesti nel contesto statunitense. Da una parte, infatti, la figura dell'investitore ragionevole, come già ampiamente ricordato, affonda le proprie radici nello *standard* statunitense di *reasonable investor*; dall'altra, con riferimento alle informazioni ESG si è – dall'altra parte dell'Atlantico – già formata una cospicua giurisprudenza, la quale sembra porre al centro dell'analisi di tali dati conoscitivi proprio il controverso *test* soggettivo.

Si è già notato come la concezione di materialità sia volutamente e consapevolmente indeterminata – o, meglio, necessiti di una previa valutazione consistente in un giudizio di valore, proprio o altrui – potendo rispecchiare la realtà dei tempi senza mutare formulazione linguistica.

Di frequente, tuttavia, non si ritiene la tecnica dello *standard* utile e convincente, esaltandone di riflesso i naturali difetti intrinseci. La conseguenza, se si guarda dalla prospettiva della giurisprudenza, è un banalissimo corollario: se ad essere criticata è la vaghezza degli *standard*, allora emergono – in particolare con riferimento alla disciplina di *disclosure* – tentate ricerche di *bright-line rule* che non siano prodotto del legislatore ma creazioni *in toto* delle corti.

La questione assume ancora più rilevanza per le informazioni ESG, data l'applicabilità nei loro confronti di quei medesimi termini che informano la materialità in genere nel diritto dei mercati finanziari<sup>208</sup>.

Forse la più diffusa tra le creature della giurisprudenza statunitense è la cd. *mere puffery doctrine* (altrimenti detta *puffery defense*) che valorizza in massimo modo la forma delle informazioni e delle dichiarazioni<sup>209</sup>.

Si tratta di una teoria orientata – similmente alle altre, come si vedrà – alla circoscrizione di quanto si debba qualificare come materiale, con tutte le conseguenze del caso specifico<sup>210</sup>.

Infatti, viene presunto che un investitore non consideri come base delle proprie decisioni di investimento informazioni che siano vaghe<sup>211</sup>, astratte, ingenuamente ottimistiche<sup>212</sup>, intrise

---

<sup>208</sup> La SASB qualifica materiali “issues that are reasonably likely to impact the financial condition or operating performance of a company and therefore are most important to investors”. Altri quadri di riferimento, invece, adottano definizioni leggermente differenti. Per esempio, il principio numero 9 del Financial Accounting Standards Board Statement statuisce: “[i]nformation is material if omitting it or misstating it could influence decisions that users make on the basis of the financial information of a specific reporting entity”, eliminando quindi qualsiasi riferimento ad una presunta ragionevolezza dell’investitore. Al di là delle tecniche definitorie adottate nell’ambito delle differenti organizzazioni internazionali, la normativa europea e statunitense rimangono ancorate alla nozione di materialità così come attualmente in vigore. Le teorie scontratesi nei decenni, quindi, possono – e debbono – essere applicate anche con riferimento alle informazioni ESG.

<sup>209</sup> La dottrina statunitense attribuisce alla giurisprudenza anche ulteriori metodi per distinguere quanto sia materiale da quanto non lo sia: cfr. C.M. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, in *Ecology Law Quarterly*, 2019, Vol. 45, No. 4, pp. 703-33. Gli autori (p. 706) evidenziano, oltre alla forma, anche “the statutory scheme and the type of plaintiff interest” nonché “the location in which sustainability-related disclosure occurs”. Un attento approfondimento dell’aspetto formale, tuttavia, è giustificato dalla sua importanza nell’applicazione della normativa. Infatti “the third factor [la forma, appunto] seems the most important to judges”.

<sup>210</sup> J. O’HARE, *The Resurrection of the Dodo: The Unfortunate Re-Emergence of the Puffery Defense in Private Securities Fraud Actions*, in *Ohio State Law Journal*, 1998, Vol. 59, No. 5, p. 1698: “the puffery defense offers a defendant a powerful tool to avoid liability under the federal securities laws. Once a court determines that a statement constitutes puffery, the company will be shielded from liability arising from that statement” (corsivo aggiunto).

<sup>211</sup> Per esempio, *Shaw*, 82 F.3d al 1217, in cui non si considerano materiali informazioni “that are so vague, so lacking in specificity, or so clearly constituting the opinions of the speaker”.

<sup>212</sup> Per esempio, *Grossman*, 120 F.3d 1112, 1119 (10th Cir. 1997), secondo cui a non essere rilevanti per l’investitore ragionevole sarebbero le informazioni relative a “generalized statements of optimism that are not capable of objective verification”.

di mere aspirazioni<sup>213</sup> e – salvo se basate su dati di fatto ovvero provengano da fonti qualificate – cd. *forward-looking*, orientate, cioè, a prospettive future<sup>214</sup>.

Con le dovute precauzioni, potrebbe essere formulato un parallelismo tra la *puffery doctrine*, da un lato, e il requisito di precisione richiesto dalla normativa europea dall'altro<sup>215</sup>. Pur se con espressioni linguistiche differenti, rimane in comune un dato di fondo: un investitore ragionevole si presume non tenere conto – in alcun modo – di informazioni non circostanziate con sufficiente precisione<sup>216</sup>.

Per citare uno dei casi più celebri degli ultimi anni in materia ambientale, in una delle controversie che ha visto come convenuto il gigante petrolifero BP P.L.C – in questo caso secondo quanto previsto dalla Section 10(b) del Securities Exchange Act del 1934 – a seguito del disastro della Deepwater Horizon nel 2010<sup>217</sup>, è stato affermato che “generalized, positive statements about the company’s competitive strengths, experienced management, and future prospects’ are immaterial”<sup>218</sup>. Ancora: “vague, loose optimistic allegations that amount to little more than corporate cheerleading are ‘*puffery*’, projections of future performance not worded as guarantees, and are not actionable [...] because *no reasonable*

---

<sup>213</sup> La giurisprudenza facilmente qualifica “aspirational” informazioni e dichiarazioni quali: “we strive to”, “we intend to”. È evidente come le tematiche ESG spesso siano approcciate dagli emittenti proprio con questa modalità linguistica.

<sup>214</sup> Si citano qui esempi paradigmatici e rappresentativi, ma ovviamente le applicazioni sono sterminate: cfr. D.A. HOFFMAN, *The Best Puffery Article Ever*, in *Iowa Law Review*, 2006, Vol. 91, No. 5, pp. 111-16 per un’efficace ed esaustiva disamina dell’applicazione della teoria ai *securities cases*.

<sup>215</sup> Cfr. in proposito S. GIAVAZZI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, in G. CANZIO – L. CERQUA – L. LUPÁRIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, Tomo primo, Cedam, Padova, 2014, pp. 702 ss.

<sup>216</sup> Ai sensi dell’art. 7 paragrafo 2 MAR: “si considera che un’informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d’asta sulla base delle quote di emissioni”. La chiarificazione – apparente – del requisito di precisione è una delle differenze principali rispetto all’ordinamento statunitense, adottante invece un *probability-magnitude approach* rispetto al divieto di abuso di informazioni privilegiate. A questa discrasia potrebbero seguire comportamenti opportunistici di *insider* nelle fattispecie internazionali: cfr. I. BAUM – D. SOLOMON, *When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading*, in *University of Cincinnati Law Review*, 2019, Vol. 88, No. 1, pp. 67-101.

<sup>217</sup> La vicenda è di estrema rilevanza per il suo straordinario impatto negativo sulle tematiche sociali ed ambientali: da una parte – in senso sociale – a causa dell’incidente hanno perso la vita undici lavoratori; dall’altra – in senso ambientale – si stima siano stati riversati 4,9 milioni di barili di petrolio al largo del Golfo del Messico. Il caso è stato oggetto di numerosissime ricerche. In particolare, si è cercato di evidenziare la debolezza del sistema normativo statunitense in relazione alla protezione ambientale; cfr. M.A. CHERRY – J.F. SNEIRSON, *Beyond Profit: Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing After the BP Oil Disaster*, in *Tulane Law Review*, 2011, Vol. 85, No. 4, pp. 983-1038; per le conseguenti riflessioni, invece, sul fenomeno del *greenwashing* delle società impegnate nel settore energetico, cfr. M.A. CHERRY – J.F. SNEIRSON, *Chevron, Greenwashing, and the Myth of ‘Green Oil Companies’*, in *Journal of Energy, Climate, and the Environment*, 2012, Vol. 3, pp. 133-54.

<sup>218</sup> *In re BP P.L.C. Sec. Litig.*, 843 F. Supp. 2d 712, 721–22 (S.D. Tex. 2012).

*investor would consider* such vague statements material and because investors and analysts are too sophisticated to rely on vague expressions of optimism rather than specific facts”<sup>219</sup>. Al contrario, informazioni che siano “affirmative, concrete, and predictive”<sup>220</sup> allora possono essere qualificate quali materiali, con le conseguenti responsabilità rispetto al *come* le informazioni siano state divulgate al mercato<sup>221</sup>. Inutile sottolineare che in questo caso il riferimento all’investitore ragionevole altro non è se non – implicitamente – un’allusione ad un investitore razionale: nessun dubbio che agenti dominati dall’impulso dell’irrazionalità potrebbero comportarsi diversamente<sup>222</sup>.

La critica principale a questa costruzione giuridica – ed è la ragione per cui tale teoria assume una straordinaria importanza rispetto agli investimenti sostenibili – è un’assoluta incapacità di adattamento allo slittamento delle preferenze attualmente in corso. Le informazioni ESG sono, infatti, per lo più *forward-looking* configurandosi come aspirazioni volte al futuro piuttosto che immediati obiettivi di breve durata<sup>223</sup>.

Applicare la *puffery doctrine* comporta, in questo modo, l’esclusione di quanto invece dovrebbe definitivamente considerarsi materiale<sup>224</sup>. Così, nella maggior parte dei casi, le

---

<sup>219</sup> *Ibidem* (corsivo aggiunto). In particolare, sono state qualificate materiali le assicurazioni della società sulla capacità di reagire alle conseguenze del disastro nonché le stime compiute dall’emittente medesimo sulla quantità di petrolio immesso nel mare.

<sup>220</sup> C.M. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, cit. alla nota 209, pp. 722 ss.

<sup>221</sup> La *puffery doctrine* acquista rilevanza non rispetto all’*an* della divulgazione al mercato quanto piuttosto al *quomodo* le informazioni siano oggetto di *disclosure*. La teoria, tuttavia, è di interesse ai fini del presente lavoro – e, soprattutto, ai fini del presente capitolo – perché riflesso di quegli orientamenti giuridici che hanno il compito di qualificare un certo dato conoscitivo quale *material*. In particolare, permette una visuale privilegiata sull’interpretazione attribuita dalla giurisprudenza alla figura – oggetto di studio, appunto, nel presente capitolo – dell’investitore ragionevole.

<sup>222</sup> Innanzi a vicende di cronaca similari si potrebbe immaginare come un investitore irrazionale invece si comporterebbe. A dominare potrebbe essere – trattandosi di notizia sicuramente drammatica – un generale fenomeno di *over-reaction* cui conseguirebbe un’ingente vendita degli strumenti finanziari dell’emittente. Al contrario, il *confirmation bias* potrebbe causare una reazione del tutto opposta cosicché, di fronte ad informazioni vaghe ma rassicuranti, gli investitori potrebbero conservare *in toto* la propria posizione finanziaria (*under-reaction*). In entrambi i casi si presenterebbe il rischio di *disposition effect*, in stretta correlazione e dipendenza con il *framing effect* e, quindi, con il modo con cui viene rappresentata l’informazione. Indipendentemente dalla reazione – se positiva o negativa – da sottofondo si ha evidentemente sempre la probabilità di *herd behaviour* idonei a radicalizzare qualsiasi condotta finanziaria. Queste riflessioni teoriche non raggiungono che una conclusione univoca: informazioni *anche* non precise – vaghe, *aspirational* e così via – possono essere idonee ad avere un effetto significativo sui prezzi.

<sup>223</sup> C.M. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, cit. alla nota 209, p. 707: “[i]t could easily be argued *the most sustainability disclosures and public sustainability commitments* form companies are, at least in some sense, “aspirational”” (corsivo aggiunto).

<sup>224</sup> Che le informazioni ESG siano per lo più *forward-looking* è di estrema rilevanza: la *puffery doctrine* è applicata per lo più proprio con riferimento ai dati conoscitivi relativi al futuro. Per questo primato, cfr. R.A. CAZIER – K.J. MERKLEY – J. TREU, *When are Firms Sued for Qualitative Disclosures? Implications of the Safe Harbor for Forward-Looking Statements*, in *The Accounting Review*, 2020, Vol. 95, No. 1, pp. 31-55.

informazioni ESG rischiano di essere etichettate quali immateriali soltanto perché meri propositi, considerate secondo una prospettiva temporale di medio-lungo termine senza che si accerti, invece, se, come e quanto abbiano comunque potuto influire sulle decisioni degli investitori<sup>225</sup>.

Non solo. Le informazioni ESG spesso mostrano un contenuto non particolarmente preciso, a volte vago, quasi sempre ampio, che le rendono oggetto di obiettive interpretazioni difformi. Di qui, pertanto, due alternative: o le informazioni ESG sono materiali oppure non possiedono i requisiti sufficienti per essere così qualificate. Nel primo caso, non vi è, comunque, alcun obbligo di divulgazione – muovendo le presenti osservazioni nel contesto statunitense ove, come più volte accennato, vige il principio generale di *voluntary disclosure* –, mostrando la disciplina giuridica, così, l’ormai già criticata tendenza all’immobilismo nei confronti delle informazioni sulla sostenibilità. Nel secondo caso, invece, non potendosi considerare materiali, allora le informazioni possono essere divulgate al mercato senza limitazione: si rischia, questa volta, di considerare perfettamente lecite – perché ritenuti, gli attori di mercato, soggetti assolutamente razionali insuscettibili di essere influenzati da quelle informazioni rientranti nel campo di applicazione della *puffery doctrine* – condotte che, dato il crescente interesse verso investimenti sostenibili, potrebbero *comunque* fuorviare il pubblico di investitori.

Per di più, non raramente gli obiettivi ESG sono inseriti in codici di condotta, risentendo così dei relativi difetti in termini di specificità e determinatezza da un punto di vista linguistico<sup>226</sup>. D’altronde, la teoria sembra poggiare su due assunzioni che, almeno in parte,

---

<sup>225</sup> Si ricordi, tra l’altro, che non soltanto perché una certa informazione è *forward-looking* allora essa non può attere in qualche modo al valore fondamentale. Infatti, con una simile informazione, un certo emittente comunica al mercato che prenderà maggiormente in considerazione i fattori ESG nell’ambito della propria attività, venendo incontro in questo modo al crescente interesse verso investimenti sostenibili (v. *supra*, Capitolo Primo, §3.1 e §3.2). Che poi tali comunicazioni vengano, per esempio, sopravvalutate è questione che non attiene al valore fondamentale, bensì all’efficienza valutativa, intesa come la capacità del mercato di, sulla base delle informazioni disponibili, riflettere *correttamente* il valore degli emittenti.

<sup>226</sup> La giurisprudenza statunitense stenta, infatti, a riconoscere la materialità delle informazioni contenute nei codici di condotta, evidenziando l’eccessiva genericità del loro contenuto. In ogni caso, alcune corti hanno statuito che quanto affermato in codici di questo tipo potrebbe essere idoneo a creare un qualificato collegamento tra la reputazione dell’emittente, da una parte, e il suo andamento finanziario dall’altra. Si pensi ad un emittente che, sfruttando una certa informazione, miri ad evidenziare una specifica differenza rispetto ai propri concorrenti nel mercato. Oppure, si immagini, ulteriormente, una società quotata che ripeta più e più volte uno specifico obiettivo che intende soddisfare: nell’investitore potrebbe crearsi la convinzione che l’emittente si sia – seriamente – assunto l’impegno di raggiungere quel determinato fine. Per un’analisi dei codici di condotta alla luce della giurisprudenza statunitense, cfr. A. SAAD – D. STRAUSS, *The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2020, Vol. 17, No. 2, pp. 427 ss.

la finanza sostenibile pone in dubbio: la concezione dell'investitore come attore perfettamente razionale<sup>227</sup> e la ECMH<sup>228</sup>.

Queste sono le ragioni per cui più voci invocano un intervento definitorio da parte del potere legislativo ovvero una maggiore chiarezza ed uniformità da parte della giurisprudenza nell'applicazione della normativa in vigore<sup>229</sup>. Con riferimento poi alle informazioni ESG un intervento viene considerato non soltanto urgente ma anche necessario per ampie e variegata schiere di investitori. I *socially responsible investor*, come noto, non comprendono soltanto investitori istituzionali o sofisticati, ma anche quelli al dettaglio. Non essendo gli interessi verso la sostenibilità – ormai – coinvolgenti soltanto una minima ed esclusiva porzione degli attori nel mercato finanziario<sup>230</sup>, un eventuale chiarimento – che sia o intervento normativo o un consolidarsi giurisprudenziale – sui fattori ESG rispetterebbe comunque i caratteri di generalità ed astrattezza del metodo giuridico<sup>231</sup>.

Un intervento chiarificatore consentirebbe anche di fornire delucidazioni su che cosa davvero si intende per “concrete”, “affirmative”, “aspirational”, “predictive” e per tutti gli

---

<sup>227</sup> Per esempio, in *Ganino v. Citizens Utils. Co.*, 228 F.3d 154, 162 (2d Cir. 2000) si applica la teoria della *puffery doctrine* a quelle informazioni “so obviously unimportant to a reasonable investor that reasonable minds could not differ” (corsivo aggiunto). O, ancora, *Vulcan Metals Co. v. Simmons Mfg. Co.*, 248 F. 853, 856 (2d Cir. 1918), pronuncia in cui si legge: “[t]here are some kinds of talk which *no sensible man* takes seriously, and if he does he suffers from his credulity” (corsivo aggiunto).

<sup>228</sup> L'assunzione della ECMH a premessa della *puffery doctrine* è evidenziata da A. SAAD – D. STRAUSS, *The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 226, pp. 405 ss. È appena il caso di ricordare che in questo lavoro già si è dimostrato *supra* come le informazioni ESG siano rilevanti per la nozione di valore fondamentale (v. Capitolo Primo, §2.3). Ogni teoria giuridica che, quindi, sia costruita sull'efficienza informativa dei mercati ben può considerare rilevanti anche le informazioni ESG.

<sup>229</sup> Cfr. C.M. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, cit alla nota 209, pp. 706 ss. Gli stessi autori lamentano, oltretutto una mancanza di maggior precisione da parte del legislatore, un *deficit* di analiticità definitoria anche da parte delle corti giurisprudenziali. Affermano, infatti, (p. 707): “the problem is that courts in these cases do not provide a succinct definition of what distinguishes an affirmatively false, thus actionable, sustainability statement from one that is merely “aspirational” in nature, even when the “aspirational” statement is grossly misleading as to a company’s actual sustainability practices”.

<sup>230</sup> *Ibidem*, p. 403: “as leading mainstream investors and SRIs demonstrate increasing interest in ESG data, forward-looking statements, commitments, aspirational statements and intentions that pertain to ESG performance *acquire materiality for the reasonable investor*” (corsivo aggiunto).

<sup>231</sup> Non si incorrerebbe, quindi, nella tentazione di considerare una fattispecie esclusiva nella sua singolarità, nel rispetto così del metodo cd. tipologico; G. GUIZZI, *Ascarelli e il ragionamento tipologico*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6, p. 1428: “imponendo all'interprete, che pure muove dalla concretezza di una determinata vicenda, di fare astrazione degli aspetti e delle caratteristiche comuni e costanti, la ricostruzione tipologica della realtà in funzione normativa è quanto consente, infatti, di guardare al problema da risolvere non come ad un caso unico, ma come a un caso tipico”. Ancora, p. 1429: “il ragionamento tipologico serve, pertanto, a dare risposta ai problemi e ai bisogni nuovi, ad arrivare là dove non si può giungere con il semplice ragionamento fondato sullo schema puramente logico di tipo sussuntivo”.

altri termini utilizzati<sup>232</sup>, senza poi considerare che una definizione certo non risulterebbe inutile nemmeno per lo stesso carattere *forward-looking* di un'informazione<sup>233</sup>.

Posti di fronte all'alternativa tra immobilismo e dinamismo, si è tentato di raggiungere una sorta di compromesso, maturando la consapevolezza che ad essere lesa, altrimenti, sarebbe l'integrità dei mercati. È stato, per esempio, affermato che informazioni *forward-looking* possano essere qualificate quali influenzanti le decisioni di investimento, a condizione, tuttavia, che si poggino su “factual basis that justifies them as accurate, the absence of which renders them misleading”<sup>234</sup>.

L'applicazione di tale compromesso, pur non essendo stato originariamente introdotto con riferimento alle informazioni ESG – essendo la relativa pronuncia datata 1991 – ha col tempo interessato proprio quest'ultime, per tutte e tre le tematiche (“E”, “S”, “G”) sottintese<sup>235</sup>. Per esempio, la dichiarazione – e, specularmente, anche la relativa informazione – di osservanza, da parte di un emittente, della normativa in genere, e di una disciplina in materia sostenibile in particolare, è stata talvolta qualificata perfettamente materiale. Tuttavia, non raramente le controversie sono state poi risolte, come suggerito da una parte della dottrina già richiamata<sup>236</sup>, argomentando nel senso della dissociazione, distinguendo, cioè, tra quelle informazioni specifiche e quelle invece “too vague to be actionable”<sup>237</sup>.

Se la posizione di compromesso mostra sicuramente un approccio maggiormente empirico che nel corso di questo lavoro è già stato più volte suggerito ed invocato, si tratta tuttavia di una tappa ermeneutica non del tutto soddisfacente: non è stata, in particolare, raggiunta la definizione certa di cosa si debba intendere per “too vague”<sup>238</sup>.

---

<sup>232</sup> Un intervento che definisca questi termini è invocato per esempio da C.M. AJAX – D. STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, cit alla nota 209, p. 707.

<sup>233</sup> Un'informazione, anche se relativa ad una prospettiva futura, può riferirsi anche a fatti o accadimenti presenti e/o passati, complicandone la qualificazione giuridica. In proposito, cfr. W.G. COUTURE, *Mixed Statements: The Safe Harbor's Rocky Shore*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2011, Vol. 39, No. 4, pp. 257-77 che individua tre sottoinsiemi dei cd. *mixed statements*, attribuendo loro poi distinte conseguenze giuridiche.

<sup>234</sup> *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1093 (1991). In negativo, quindi, *forward-looking statements* che non si fondino su basi fattuali allora non sono materiali.

<sup>235</sup> Di crescente interesse è l'intrecciarsi tra informazioni sociali e *puffery doctrine*. Per esempio, con riferimento alle tematiche LGBTQIA+, cfr. J. RICE, *Rainbow-Washing*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4193059>.

<sup>236</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §2.3.2.

<sup>237</sup> *Edgar v. Anadarko Petroleum Corp.*, No. CV 17-1372, 2018 WL 3032573, al \*14–15 (S.D. Tex. June 19, 2018).

<sup>238</sup> K. S. HAEBERLE, *Fraud-on-the-Market Liability in the ESG Era*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4198386>: “[t]here’s the harm associated with the intellectual dishonesty of labeling

È sicuro che la nozione di significatività postuli necessariamente una valutazione generale del contesto in cui si inserisca la specifica fattispecie<sup>239</sup>, ma è anche certo che una qualche uniformità nei criteri cui informarsi in tale accertamento risulterebbero non di poco ausilio sia per chi il diritto deve applicare sia per chi il diritto deve rispettare.

Il pericolo – ancora una volta – consisterebbe in pratiche elusive degli emittenti e degli *insider*, con un difetto manifesto di *underinclusion*. I primi si troverebbero lecitamente nella possibilità concreta di attrarre vaste schiere di investitori interessati alle tematiche ESG senza alcuna conseguenza in caso di violazione degli impegni presi, ottenendo un aumento degli investimenti in un mercato che, tuttavia, manterrebbe sempre meno la fiducia come elemento rappresentativo<sup>240</sup>. I secondi, invece, potrebbero ben conseguire ingiusti profitti economici senza il rischio di essere condannati per abuso di informazioni privilegiate. Il tutto mascherando l'illiceità del proprio comportamento celandosi dietro alla mera forma delle informazioni, capaci di fuorviare una buona parte dell'odierno mercato – e, quindi, idonee ad avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari – ma non invece un platonico ed idealizzato investitore ragionevole<sup>241</sup>. Qualificando certe informazioni come mere opinioni, invece che sostanziali fatti<sup>242</sup>, si legittima così un mercato in cui la falsità e l'opportunismo parrebbero prevalere<sup>243</sup>.

---

statements as “vague” and thus “immaterial as a matter of law” *when they are not actually that vague*” (corsivo aggiunto).

<sup>239</sup> Più volte è stato ricordato che l'attenzione al contesto è richiesta nello scenario europeo dal considerando n. 14 MAR e, nell'ordinamento statunitense, dalla pronuncia *TSC Industries*. Con riferimento specifico alle informazioni ESG, si pensi invece ai suggerimenti proposti nell'ambito del Global Reporting Initiative che, evocando una valutazione complessiva e globale, esortano a tener conto, tra gli altri, della crescita finanziaria dell'emittente, del profilo di rischio e delle prospettive a lungo termine.

<sup>240</sup> Basti pensare per esempio all'*Harking-Engel Protocol* i cui firmatari – che aderiscono su base del tutto volontaria – si impegnano ad eliminare pratiche di lavoro minorile nell'industria del cacao entro il 2020. Alcune delle principali società impegnate in tale settore hanno aderito al Protocollo, trovandosi tuttavia ancora lontane dall'obiettivo di certificazione al 100% della fonte di produzione. In ogni caso, la violazione del protocollo non è diffusa in senso generale. L'impegno è stato, per esempio, rispettato dall'italiana Ferrero seppur con un anno di ritardo. Si veda l'indirizzo: <https://www.ferrerosustainability.com/int/it/our-approach/source-ingredients-responsible> e i relativi *Rapporti di Sostenibilità*.

<sup>241</sup> Su questa discrasia – tra l'investitore ragionevole e l'investitore reale – con riferimento specifico alla *puffery doctrine*: P.H. HUANG, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of information and Reasonableness of Investors*, cit. alla nota 104, p. 113, nota 80: “the law is not made for experts but to protect the public, - that vast multitude which includes the ignorant, the unthinking and the credulous, who, in making purchases, do not stop to analyze but too often are governed by appearances and general impressions”.

<sup>242</sup> Ad evidenziare quanto la distinzione tra opinioni e fatti sia labile, cfr. W.G. COUTURE, *Opinions Actionable as Securities Fraud*, in *Louisiana Law Review*, 2013, Vol. 73, No. 2, pp. 381-447.

<sup>243</sup> Cfr. K.J. SANNEY – L.J. TRAUTMAN – E.D. YORDY – T. COWART – D. SEWELL, *The Importance of Truth Selling and Trust*, in *Journal of Legal Studies Education*, Vol. 37, No. 1, pp. 7-36. Secondo gli autori, l'approccio così lassista per il contenuto – e così meticoloso per la forma – della *puffery doctrine* scontrerebbe la generale assenza, nella cultura statunitense odierna, di una rigorosa condanna della falsità.

### §3.2. L'importanza del linguaggio adottato: la cd. *bespeaks-caution doctrine*

In accordo con la precedente teoria, anche la cd. *bespeaks-caution doctrine* presenta un comune intento di introdurre delle regole nel tentativo di fornire chiarezza nell'ordinamento, trascurando per di più ogni rilevanza dell'elemento soggettivo<sup>244</sup>. Esaltando, inoltre, un ulteriore aspetto in comune con la *puffery doctrine* – quello del carattere *forward-looking* di certe informazioni – ne costituisce in qualche modo un'attenta specificazione linguistica<sup>245</sup>. Questa dottrina comprende tutte quelle informazioni *forward-looking* che siano “accompanied by meaningful cautionary statements identifying important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement”<sup>246</sup>.

Per esempio, è stato affermato che un investitore ragionevole non si fa affatto abbindolare da prospettive di investimento con rischi minimi – o addirittura del tutto assenti – se la forma dell'informazione è circondata da cautela, quasi circospezione, che ragionevolmente dovrebbe essere considerata come allusiva di dubbi nel dichiarante medesimo<sup>247</sup>.

In altre parole, la giurisprudenza tende a qualificare tali informazioni come incapaci di rappresentare impegni vincolanti nei confronti del pubblico di investitori, divenendo quindi semplici richiami, allusioni e mere aspirazioni.

È utile – pur se, al momento, concentrando gli sforzi sul panorama normativo-giurisprudenziale statunitense – tracciare un breve parallelismo con l'ordinamento dell'Unione Europea. In quest'ultimo, infatti, sembra che anche l'ESMA abbia acquisito la consapevolezza della diffusione di un cd. *boiler-plate language* adottato da quegli emittenti obbligati alla divulgazione di informazioni ESG. La Direttiva (UE) 2014/95 – che già solo in astratto ammette una certa flessibilità<sup>248</sup> – non sembra, infatti, essere applicata in modo davvero soddisfacente.

---

<sup>244</sup> A. HORWICH, *Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements: An Inquiry into Whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense*, in *Journal of Corporation Law*, 2010, Vol. 35, No. 3, pp. 519-59.

<sup>245</sup> Non pare inopportuno ricordare che anche l'elemento linguistico sconta un'influenza notevole del fattore “contesto” e delle condotte dei concorrenti, in un emulare costante di forme e linguaggio adottati in precedenza; cfr. R.A. CAZIER – J.L. MCMULLIN – J. TREU, *Are Lengthy and Boilerplate Risk Factor Disclosures Inadequate? An Examination of Judicial and Regulatory Assessments of Risk Factor Language*, in *The Accounting Review*, 2021, Vol. 96, No. 4, pp. 131-55.

<sup>246</sup> 15 U.S.C.A. § 78u-5 (West).

<sup>247</sup> Cfr. A. SAAD – D. STRAUSS, *The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 226, pp. 426 ss.

<sup>248</sup> Si pensi al generale principio *comply and explain* (ex art. 1 recante modifiche all'art. 19-bis della Direttiva (UE) 2013/34), alla possibilità degli emittenti di scegliere fra molti quadri di riferimento (considerando n. 9 che cita, per esempio, il Global Compact, i Guiding Principles on Business and Human Rights, la Global

Un rapporto dell'ESMA pubblicato nel 2018 ha ritenuto, in particolare, che il 27% degli emittenti rientranti nel campo di applicazione della Direttiva richiamata forniscono le informazioni adottando un *boiler-plate language*. La conseguenza è un formale rispetto della normativa a fronte di una sostanziale insoddisfazione dalla prospettiva del pubblico di investitori<sup>249</sup>. In altre parole, è stata accertata l'esistenza di questa tendenza, che viene additata quale profondamente scoraggiante, pur poi non essendo specificatamente ed esplicitamente vietata<sup>250</sup>. Evidenziando pressoché la medesima situazione la *Relazione della Commissione sulle clausole di riesame o revisione delle direttive 2013/34/UE, 2014/95/UE e 2013/50/UE*<sup>251</sup>, si può senza grandi difficoltà concludere che tale disciplina potrebbe, in sintesi, qualificarsi quale *lex imperfecta*<sup>252</sup>.

Come per la *puffery doctrine*, sembra che anche con riferimento alla *bespeaks-caution doctrine* la giurisprudenza statunitense si stia assestando su una posizione compromissoria. Rifiutando quindi qualificazioni *ipso facto* di materialità, si matura così la consapevolezza

---

Reporting Initiative, richiamando poi “altri standard internazionali riconosciuti”) o, ancora, ad una sostanziale carenza nell'uniformità dell'*enforcement* perché devoluto ai singoli Stati membri.

<sup>249</sup> European Securities and Markets Authority, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the European Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in MiFID II*, 2019. Il rapporto è disponibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1737\\_final\\_report\\_on\\_integrating\\_sustainability\\_risks\\_and\\_factors\\_in\\_the\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1737_final_report_on_integrating_sustainability_risks_and_factors_in_the_mifid_ii.pdf). L'autorità aggiunge che soltanto un quarto di quanto divulgato risulterebbe essere quanto meno soddisfacente e che il 25% degli emittenti violano la normativa, almeno con riferimento a singole informazioni che pur dovrebbero essere oggetto di divulgazione.

<sup>250</sup> Cfr. D. STRAUSS – A.I. SAAD, *Can Investors Rely on Corporate Sustainability Commitments?*, in D.C. ESTY – T. CORT (a cura di), in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020, pp. 195-210. Dopo aver studiato i differenti modelli di *enforcement* presenti nell'ordinamento europeo e in quello statunitense, con riferimento ad informazioni intrinseche di cautela e circospezione, gli autori concludono (p. 203): “[i]n both the United States and the European Union contexts, the current legal framework remains *too weak to ensure* consistent and reliable ESG information for investors” (corsivo aggiunto).

<sup>251</sup> COM(2021) 199 final, accessibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0199&from=HR>. La Relazione, in particolare, osserva che il dovere di divulgazione non sempre è perfettamente osservato dagli emittenti e, quando adempiuto, le informazioni divulgate non raramente peccano di attendibilità e comparabilità.

<sup>252</sup> Per la definizione di *lex imperfecta* è di estrema attualità l'opera *Tituli ex corpore Ulpiani*, risalente all'età postclassica della giurisprudenza romana. La *lex perfecta* è una normativa che sancisce la nullità degli atti compiuti in sua violazione (“*perfecta lex est, quae vetat aliquid fieri, et si factum sit, rescindit*”); *lex minus quam perfecta* è una disciplina che non impone la nullità ma prevede, comunque, sanzioni collaterali come quelle di natura disciplinare (“*minus quam perfecta lex est quae vetat aliquid fieri, et si factum sit, non rescindit, sed poenam iniungit et qui contra legem fecit*”); si indica, infine, come *lex imperfecta* un impianto giuridico che manca di qualsiasi sanzione, anche solo per certi singoli suoi aspetti specifici (“*imperfecta lex est, quae fieri aliquid vetat, nec tamen si factum sit, rescindit*”). L'aspetto positivo dei mercati finanziari, tuttavia, è la non esclusività del diritto come elemento regolatore. Il dato reputazionale – indifferente per molti settori della vita umana – acquisisce qui straordinaria rilevanza: cfr. R.H. BATTALIO – S.A. CORWIN – R.H. JENNINGS – A.E. RIZZO – R. ZAMBRANA, *The Role of Reputation in Financial Markets: The Impact of Broker Dark Pool Scandals on Institutional Order Routing*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4172424>.

della complessità – ed irrazionalità<sup>253</sup> – della realtà, insuscettibile di essere rappresentata da paradigmi di tendenzialmente assoluta razionalità. Per l’ennesima volta il metodo consisterebbe nell’argomentare nel senso della dissociazione<sup>254</sup>.

### §3.3. *Proposte risolutive ed attuali per approcci ormai anacronistici*

Fortemente criticati da gran parte della dottrina, la *puffery doctrine* e la *bespeaks-caution doctrine* vengono accusati di essere profondamente antiquati – a maggior ragione a seguito della pandemia da COVID-19<sup>255</sup> –, incapaci quindi di tutelare il pubblico sia degli investitori reali<sup>256</sup> sia degli investitori denotanti irrazionalità<sup>257</sup>. C’è chi, per esempio, invoca un cambiamento di rotta che ponga come fulcro dell’accertamento della materialità il concetto più effettivo di “investor reliance”<sup>258</sup>.

---

<sup>253</sup> La posizione compromissoria ora accennata sembra – se non, ovviamente, in modo radicale, quanto meno in parte – ricordare che la *bespeaks-caution doctrine* non sempre riesce a cogliere la complessità dei mercati, mostrandosi talvolta cieca di fronte, in particolare, al possibile atteggiarsi irrazionale degli investitori. Si pensi, per esempio, al differente atteggiarsi nei confronti del rischio che conduce a valutazioni distinte del *cautionary language*. In proposito, cfr. H.S. ASAY – J. HALES, *Disclaiming the Future: Investigating the Impact of Cautionary Disclaimers on Investor Judgments Before and After Experiencing Economic Loss*, in *The Accounting Review*, 2018, Vol. 93, No. 4, pp. 81-99.

<sup>254</sup> Per esempio, *Ramirez v. Exxon Mobil Corp.*, 334 F. Supp. 3d 832, 850 (N.D. Tex. 2018): “courts cannot apply a blanket safe harbor for *all forward-looking statements* but must determine how a statement is specifically and meaningfully protected by the safe harbor [...] Boilerplate cautionary language *does not provide a substantive and meaningful warning*” (corsivo aggiunto). Se come impostazione teorica tale orientamento di compromesso sembra affacciarsi sempre più spesso nelle motivazioni delle pronunce, tuttavia le concrete applicazioni rimangono sporadiche. Ne è un esempio proprio il caso citato, in cui non si sono ritenuti soddisfatti i criteri della materialità.

<sup>255</sup> Cfr. A. HORWICH, *COVID-19 and Rule 10b*, 2021, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3790657> che conclude suggerendo di modificare l’approccio al concetto di *materiality* a seguito delle reazioni alla pandemia globale.

<sup>256</sup> Cfr. S.J. PADFIELD, *Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them*, in *University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law*, 2007, Vol. 10, No. 2, pp. 339-81 che conclude dimostrando come le informazioni qualificate immateriali in applicazione della *puffery doctrine* siano state, invece, indicate come rilevanti in percentuali gravitanti tra il 33% e 84% del campione analizzato.

<sup>257</sup> I risultati della finanza comportamentale comportano drastiche riflessioni anche per le dottrine illustrate. In particolare, si ricordi che la *puffery doctrine* non tiene conto dell’*overoptimis bias*, dell’*information overload*, dell’*endowment effect* e dei comportamenti di gregge. La *bespeaks-caution doctrine*, invece, contrasterebbe con la percezione del rischio con l’*information overload* e con l’*endowment effect*. Per l’analisi delle citate dottrine attraverso le lenti della finanza comportamentale, cfr. D.A. HOFFMAN, *The Duty to Be a Rational Shareholder*, cit. alla nota 111, pp. 586 ss. In ogni caso, non sarebbe corretto negare *in toto* l’attendibilità e la validità della *puffery doctrine* nemmeno se si adotta la prospettiva della finanza comportamentale: cfr. A. OSOVSKY, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 2015, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2603051>.

<sup>258</sup> A. SAAD – D. STRAUSS, *The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 226, pp. 429 ss. Tale proposta *de iure condendo* è – a detta degli autori – ormai urgente, a causa delle estreme incertezze e complicazioni nel quadro giurisprudenziale attuale. In particolare, (p. 429) “[t]he courts’ general dismissal of forward-looking statements commitments, aspirations, and intentions does not reflect actual reliance by mainstream and socially responsible investors [...], undermines the objectives of the efficient

Un approccio simile implicherebbe un'attenzione maggiore a quegli obiettivi che, per quanto rivolti al futuro, presentano in particolare una base scientifica, risultando quindi capaci di indurre un affidamento serio negli investitori. Un efficace modello di riferimento è stato individuato, così, nella “Science-Based Targets Initiative”<sup>259</sup>.

Ulteriori proposte *de iure condendo* orientate a garantire un maggior avvicinamento della regolamentazione alla crescita verso informazioni sulla sostenibilità propongono una forma di *balancing test*<sup>260</sup>. Nell'accortezza che la disciplina giuridica è dominata da interessi antitetici, si suggerirebbe così di analizzare attentamente un'eventuale discrasia sussistente tra le aspettative indotte da un'informazione ESG, da un lato, e il successivo comportamento dell'emittente dall'altro<sup>261</sup>. Pertanto, così si proporrebbe di analizzare – indipendentemente dalla modalità di linguaggio adottata – la gravità della successiva inosservanza<sup>262</sup>. In altre parole, *anche* se il tono adottato fosse vago, qualora l'inottemperanza rispetto a quanto detto fosse *particolarmente grave* allora la precedente informazione acquisirebbe il carattere materiale<sup>263</sup>.

Questi suggeriti approcci, tuttavia, sembrano peccare di metodi estremamente dipendenti dalle variabili del caso ovvero particolarmente circoscritti in quanto a campo di applicazione. Nel primo caso rientrano quelle ultime proposte citate che intendano soffermarsi in particolare sulla gravità delle violazioni. In questo modo, le soluzioni suggerite postulerebbero un approccio forse eccessivamente dipendente dalle circostanze concrete

---

markets hypothesis [...], undermines the objectives of the governance theory”. L'approccio proposto (p. 429) “better reflects *actual* investors needs and expectations” (corsivo aggiunto).

<sup>259</sup> Per un suo inquadramento si veda l'indirizzo: <https://sciencebasedtargets.org/what-is-a-science-based-target/>. All'iniziativa hanno aderito alcune delle maggiori società quotate statunitensi, tra cui Nike e Merck.

<sup>260</sup>Tale proposta è suggerita in D. STRAUSS – A. SAAD, *Can Investors Rely on Corporate Sustainability Commitments?*, cit. alla nota 250, pp. 203 ss. L'utilizzo dell'espressione “balancing test”, peraltro, è usato in modo diverso rispetto alla distinzione operata da Guastini (per cui v. *infra* alla nota 275) tra bilanciamento e contemperamento. In questo caso si ritiene sia necessario bilanciare non nel senso di costruire delle gerarchie assiologiche, bensì nel (più semplice) significato di prendere in considerazione, ai fini di una certa decisione, diversi fattori.

<sup>261</sup> *Ibidem*.

<sup>262</sup> Questo specifico bilanciamento viene proposto in A.M. LIPTON, *Reviving Reliance*, in *Fordham Law Review*, Vol. 86, No. 1, pp. 91-147. Combinatamente con un approccio basato su un legittimo affidamento dell'investitore, tale bilanciamento raggiungerebbe due obiettivi: (p. 91) “shareholder's participation in the corporate governance structure and reward investors who inhabit the role of corporate monitor”. Una proposta simile è stata affinata anche da D.A. HOFFMAN, *The Best Puffery Article Ever*, cit. alla nota 214, pp. 102-51 che – in generale – suggerisce un'articolata presunzione di responsabilità in caso di “exaggerated, but vague boasts”.

<sup>263</sup> A.M. LIPTON, *Reviving Reliance*, in *Fordham Law Review*, cit. alla nota 262, p. 141: “for example, claims based on an ethics policy would not be dismissed merely because the policy was aspirational. Instead, courts would consider whether, given the pervasiveness of the wrongdoing relative to the business or the knowledge of senior management, the company was not, in fact, even aspiring to meet the terms of its own policy”.

della vicenda, rischiando di non prevedere una soluzione tendenzialmente chiara e generale già nella sua formulazione astratta.

La proposta di considerare materiali quelle informazioni ESG che poggiano su basi strettamente scientifiche potrebbe causare, invece, un pericolo di *under-inclusion*. Infatti, se da un lato essa consente di qualificare come materiali una serie di informazioni sulla sostenibilità che paiono ora rientrare nel campo di operatività della *puffery doctrine* e della *bespeaks-caution doctrine*, dall'altro sembra sempre postulare un attore di mercato che – pur interessato ad investimenti sostenibili e non solo ad un obiettivo di mera massimizzazione dei profitti – mantiene alcuni connotati tipici della razionalità: verrebbero trascurati, pertanto, eventuali comportamenti irrazionali<sup>264</sup>. È, infatti, razionale quell'investitore che prende in considerazione non *tutti quanti* gli obiettivi sostenibili, ma soltanto quelli che si poggiano su consistenti e qualificate basi scientifiche.

Una siffatta proposta potrebbe essere considerata la tappa conclusiva ovvero un primo passo di un processo niente affatto concluso. Se una delle principali critiche mosse alla *puffery doctrine* è, in particolare, il suo poggiarsi su una concezione perfettamente razionale dell'investitore ragionevole, è bene ricordare che questa non muterebbe nemmeno in tale caso. Semplicemente, si individuerebbero quelle specifiche informazioni ESG razionali, selezionando tra esse quelle che hanno un preciso fondamento scientifico. In altre parole, si manterrebbe una certa specifica interpretazione dell'investitore ragionevole e, al contempo, si permetterebbe di includere nelle valutazioni di esso alcune delle informazioni ESG.

Tuttavia, non è affatto detto che le *sole* informazioni basate su dati rigorosamente scientifici potrebbero influenzare un investitore (razionale) di mercato. È già stato infatti ampiamente dimostrato<sup>265</sup> che – in generale – alcune informazioni ESG sono tali da divenire base di una decisione *anche* di un investimento del tutto razionale al di là di basi scientifiche<sup>266</sup>.

---

<sup>264</sup> Almeno in questo, gli autori che propongono un approccio basato su un legittimo affidamento sembrano mostrare una contraddizione tra le premesse e la conclusione del ragionamento; A. SAAD – D. STRAUSS, *The New “Reasonable Investor” and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 226, p. 412: “a more accurate model [...] would incorporate non-economic values and irrational moods when characterizing the reasonable investor”. Se la premessa è quella di tenere in considerazione *anche* comportamenti irrazionali, tuttavia la conclusione – facendo leva su un *legittimo* affidamento – postula *comunque* una concezione dell'investitore ragionevole quale operatore razionale di mercato. In ogni caso, tale apparente contraddizione non può che giustificarsi: come già detto (v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.1), gli studi della finanza comportamentale, per quanto straordinariamente interessanti, risultano eccessivamente complicati da trasporre in precise norme giuridiche.

<sup>265</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §2.3.1, §2.3.2 e Capitolo Secondo, §2.3.

<sup>266</sup> In tale capitolo l'analisi si concentra in particolare sull'aspetto soggettivo della significatività, ossia sulla figura dell'investitore ragionevole. Pertanto, si è già ricordato che si è cercato di dimostrare che le informazioni ESG siano idonee ad essere incluse da *qualsiasi* interpretazione della nozione, *compresa* quella come operatore

In sintesi, dall'analisi della giurisprudenza statunitense parrebbero emergere due necessità: la prima, di scegliere tra un paradigma razionale e uno irrazionale; la seconda, di selezionare quali informazioni ESG qualificare – agli attuali fini – come significative.

Se è vero che parrebbe preferibile non introdurre eventuali norme giuridiche badando esclusivamente ai risultati della finanza comportamentale<sup>267</sup>, sembrerebbe peccare di *under-inclusion* una costruzione giuridica che considerasse rilevanti *esclusivamente* le informazioni sulla sostenibilità che poggino su basi scientifiche. Pertanto, considerare *solo* le informazioni sulla sostenibilità con basi scientifiche parrebbe essere soluzione *de iure condendo* limitata.

Da una parte, preservare la razionalità dell'investitore nel procedimento ermeneutico consente *già* di restringere enormemente il campo di applicazione del concetto di materialità<sup>268</sup>. Dall'altra, il carattere critico *under-inclusive* potrebbe incentivare comportamenti opportunistici degli emittenti: questi ultimi potrebbero, infatti, attrarre vaste schiere di investitori senza, tuttavia, risentire delle sanzioni giuridiche in caso di informazioni in qualche modo fuorvianti.

La soluzione potrebbe essere, allora, quello di qualificare quali materiali quelle informazioni che – rientranti e non nel campo di applicazione delle dottrine illustrate – sono comunque capaci di influenzare un investitore ragionevole (*rectius*: razionale così come interpretato), indipendentemente da qualsiasi riferimento a basi strettamente scientifiche.

È stato notato<sup>269</sup> che imporre la divulgazione delle informazioni capaci di creare un legittimo affidamento, rientranti nel campo di applicazione delle dottrine analizzate, comporterebbe

---

razionale di mercato. Tuttavia, si ricordi che *anche* l'aspetto propriamente oggettivo della nozione di materialità – *i. e.* di influenza sui prezzi – permette di identificare alcune informazioni ESG come rilevanti: v. *supra*, Capitolo Primo, §2.3 ss.

<sup>267</sup> Non si intendono qui trascurare le ricerche della finanza comportamentale, anche con specifico riferimento proprio alla *puffery doctrine* e alla *bespeaks caution doctrine*. Come appena ora di nuovo ricordato, gli studi della finanza comportamentale sono difficili da recepire a livello giuridico.

<sup>268</sup> Certamente non è come proposto nel testo che si raggiungerebbe il risultato di creare una norma del tutto perfetta in quanto a campo di applicazione. Ogni norma, infatti, – anche se in misura più o meno intensa a seconda del metodo di descrizione della medesima – pecca di *under-inclusion* e di *over-inclusion*: cfr. H.L.A. HART, *Positivism and the Separation of Law and Moral*, in *Harvard Law Review*, 1958, Vol. 71, pp. 593-697, con il suo ormai celeberrimo esempio del divieto di entrata dei veicoli nel parco. La concezione ermeneutica fondata sulla razionalità potrebbe, pur mantenendo tali ineliminabili e ontologici difetti, permettere comunque un corretto contemperamento.

<sup>269</sup> A. SAAD – D. STRAUSS, *The New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, cit. alla nota 226, pp. 438 ss. A sollevare tali osservazioni critiche sono, pertanto, quei medesimi autori che propongono un approccio basato su un legittimo affidamento. Essi, peraltro, senza fornire particolari controcritiche, affermano: "notwithstanding these limitations, the revised approach would better reflect actual investment dynamics, meet contemporary investor needs, and further the objectives of the securities disclosure regime".

un aumento irragionevole dei costi per gli emittenti – in un contesto quale quello dell’Unione Europea di divulgazione continua ed obbligatoria (cd. *mandatory disclosure*) – nonché un disincentivo ad assumere impegni sostenibili nei confronti del mercato – in un contesto, questa volta, di divulgazione su base per lo più volontaria (cd. *voluntary disclosure*) come quello statunitense<sup>270</sup>. Se la critica è sollevata con riferimento al legittimo affidamento, più che mai essa interesserebbe un’eventuale proposta che ricomprenda anche informazioni ESG non basate su basi scientifiche.

Non si condividono, tuttavia, i dubbi sollevati. Da una parte, la significatività delle informazioni ESG non assume rilevanza esclusivamente per la disciplina di divulgazione ma anche per quella di abuso di *insider trading*. L’identità di nozione a monte rende necessario che eventuali argomenti di tipo teleologico tengano in attenta considerazione i fini di *entrambe* le discipline e non di una sola<sup>271</sup>. Estendere o circoscrivere quanto debba qualificarsi materiale rischia altrimenti di essere coerente soltanto con *una* delle due discipline giuridiche<sup>272</sup>.

Peraltro, anche analizzando in esclusiva la disciplina di divulgazione delle informazioni, un aumento dei costi per gli emittenti non è argomento sufficiente a sostenere la *non* significatività delle informazioni sulla sostenibilità. È necessario, infatti, da una parte notare

---

<sup>270</sup> D’altronde, la preoccupazione che gli emittenti desistano dal fornire informazioni previsionali sul futuro, per timore poi di affrontare controversie giudiziarie, è stato uno dei principali motori per l’introduzione della *bespeaks-caution doctrine*: cfr. S.K. RIPKEN, *Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warnings in Corporate Forward-Looking Statements*, in *University of Illinois Law Review*, 2005, No. 4, pp. 929-88. Si ricordi, tuttavia, che alcune ricerche mostrano come un aumento delle informazioni ESG – in combinazione con un profilo sostenibile positivo – comporti al contrario una diminuzione dei pericoli di controversie: cfr. A.B. BADAWI – F. PARTNOY, *Social Good and Litigation Risk*, in *Harvard Business Law Review*, 2022, Vol. 22, 2, pp. 315-70.

<sup>271</sup> Sulla necessità costante di distinguere i fini delle differenti discipline per evitare interpretazioni inefficienti cfr. J.L. HANSEN, *Issuers’ duty to disclose inside information*, in *ERA Forum*, 2017, 18, pp. 21-39 che insiste sull’autonomia della *trinity of information regulation* (divieto di *insider trading*, divieto di manipolazione di mercato e divulgazione continua ed obbligatoria).

<sup>272</sup> Qualsiasi argomento che poggi su un aumento irragionevole dei costi di *compliance* per gli emittenti rischia di soccombere in riferimento al divieto di abuso di informazioni privilegiate. La tensione fra i differenti scopi rende incredibilmente complicato argomentare in senso teleologico, cosicché non pochi invocano, proprio per tale ragione, l’adozione di due distinte nozioni di informazione privilegiata; cfr. I. BAUM – D. SOLOMON, *When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading*, cit. alla nota 216, pp. 82 ss. In particolare, l’autore (p. 82) afferma: “[t]he one-step model creates a ‘short blanket’ problem”. L’espressione “short blanket”, di immediata forza evocativa, è ricondotta a Carmine di Noia quando egli era membro dell’ESMA. Non a caso, l’opera citata richiama J. L. HANSENS, *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?*, in *Nordic & European Company Law Working Paper*, 2016, No. 16-03 che (p. 7) afferma: “this tie-in of the two different measures produced a problem aptly described by Carmine Di Noia, at the time a member of ESME, as the problem of the short blanket: either your toes or your nose must freeze”. Inutile sottolineare che, data la frequenza con cui viene citata tale metafora, essa permette in modo efficace di rappresentare i problemi conseguenti ad un’unica nozione di informazione privilegiata.

che è l'incertezza di cosa sia materiale ad aumentare in modo del tutto irragionevole i costi di *compliance* per gli emittenti<sup>273</sup>. Affermare – una volta per tutte – che le informazioni ESG siano materiali consentirebbe, finalmente, quanto meno di dissipare qualsiasi forma di dubbio. Si mostra irrazionale. Dall'altra, non risulta convincente affermare che un aumento dell'oggetto di *disclosure* vada evitato *solo* perché questo causerebbe un aumento dei costi a carico degli emittenti. Un eventuale incremento dell'ambito di operatività della disciplina sarebbe, anzi, ragionevole quando si mostra coerente e con le premesse tradizionali – *in primis* la ECMH e il concetto di valore fondamentale – e con le trasformazioni in atto delle preferenze verso tematiche ESG<sup>274</sup>.

In altre parole, è bene ricordare che tale disciplina esige un profondo ed attento contemperamento, non risultando persuasivi argomenti che propendano, invece, per una semplice ponderazione<sup>275</sup>. Quanto detto risulta coerente in un sistema ancorato ad un principio di divulgazione continua ed obbligatoria – anche con riferimento a certe informazioni ESG – come quello dell'Unione Europea.

D'altra parte, un ordinamento informato ad un principio generale di divulgazione volontaria non può comunque tollerare dichiarazioni ed informazioni poi costantemente violate. Sostenere che ad una maggior specificità e ad un *enforcement* effettivo conseguirebbe una riduzione degli impegni sostenibili presi dagli emittenti è un argomento viziato da una fallacia logica-giuridica nella propria premessa. Una divulgazione quantitativamente maggiore ma con scarsa qualità ed effettività non può – mai – essere preferita ad un volume inferiore di informazioni ma maggiormente specifico e poi rispettato nella realtà.

In conclusione, la tendenza – mostrata in particolare da parte della giurisprudenza statunitense in applicazione della *puffery doctrine* e della *bespeaks caution doctrine* – a

---

<sup>273</sup> Si ricordino, in proposito, le risposte nelle consultazioni operate – certo nel contesto europeo, ma il discorso sui costi di *compliance* risulta il medesimo anche negli USA – dall'ESMA *supra* illustrate (v. *supra*, Capitolo Secondo, §2.2). A destare preoccupazione non è (tanto) la quantità in sé di informazioni privilegiate da dover divulgare, ma (piuttosto) l'*incertezza* su cosa debba intendersi per informazione privilegiata.

<sup>274</sup> Del resto, è noto da tempo che la disciplina di divulgazione imponga un attento contemperamento fra i costi di *compliance* degli emittenti, da una parte, e gli interessi degli investitori dall'altra. Si pensi, per esempio, all'istituto giuridico del ritardo *ex art. 17* paragrafo 4 del MAR che, pur se incerto, si rivela straordinariamente importante in particolare nei periodi di crisi: cfr. F. ANNUNZIATA – M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 2-3, pp. 590 ss.

<sup>275</sup> Come noto, per “ponderazione” (o “bilanciamento”) si intende la costruzione di una gerarchia al contempo logica ed assiologica. Con il termine “contemperamento”, invece, si fa riferimento alla creazione di un macro-principio che concili istanze antitetiche, mescolandole nelle giuste proporzioni. Per la differenza fra i due concetti fondamentali, cfr. R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 206 ss.

considerare un certo tipo di informazioni quali *ipso facto* non materiali rischia di far prendere immediatamente posizione su quelle ESG, mostrando l'ennesima discrasia fra diritto e realtà. Prevedere degli *standard* e delle clausole generali nella regolamentazione giuridica – quale quelli, rispettivamente, della significatività in senso generale e dell'investitore ragionevole in particolare – reca con sé numerose conseguenze positive, che però gli approcci giurisprudenziali ora ricordati sembrano trascurare. Così ragionando, il sistema affronta le ontologiche difficoltà insite nell'applicazione di disposizioni che non abbiano la forma di *rule* – la vaghezza, i contorni sfumati e poco precisi<sup>276</sup>, l'incertezza giurisprudenziale, la necessità di costanti riflessioni dottrinali, la cd. “integrazione valutativa”<sup>277</sup> – senza tuttavia abbracciare gli altrettanto inevitabili aspetti positivi, tra cui, senza ombra di dubbio, l'intrinseco dinamismo<sup>278</sup>. Non si coglierebbe l'opportunità, in altre parole, di sfruttare quella naturale capacità degli *standard* – e delle clausole generali<sup>279</sup> – di conformarsi alla realtà che evolve, riuscendo comunque a regolare con efficacia ed efficienza un certo settore senza bisogno di costanti e specifici interventi normativi<sup>280</sup>.

---

<sup>276</sup> Sia detto almeno per inciso, si ritiene, nel presente lavoro, che l'indeterminatezza ineliminabile della tecnica legislativa degli *standard* e delle clausole generali non sia motivo sufficiente per invocarne un loro abbandono. Si condividono, qui, le riflessioni di S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, in *Rivista critica di diritto privato*, 1987, pp. 715 ss. In particolare, da una parte (p. 716) “solo chi è cieco di fronte alla realtà può credere che, oggi, il pericolo sia in una fuga verso le clausole generali e non nella concretissima fuga verso la legislazione speciale”; dall'altro, le clausole generali paiono necessarie perché “non solo il futuro non è prevedibile, ma non è dominabile da tecniche giuridiche che non ne scontino l'intima contraddittorietà, le rotture, la possibilità di costruzione consapevole”.

<sup>277</sup> Sul sintagma richiamato, cfr. V. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 63 ss., la cui premessa è – opportunamente – che le clausole generali “in ragione della loro formulazione lasciano irrisolta la questione del criterio al quale rinviano [ed] è l'interprete a scegliere il criterio cui appellarsi”.

<sup>278</sup> Cfr. L.B. GERI – U. BRECCIA – F.D. BUSNELLI – U. NATOLI, *Diritto civile*, I, Torino, Utet, 1987, pp. 19 ss. secondo cui le clausole generali permettono al diritto di “tenersi al passo coi tempi”. Si consideri ulteriormente quando detto in U. BRECCIA, *Clausole generali e ruolo del giudice*, in *Lavoro e diritto*, 2007, fasc. 3, pp. 444 ss., secondo cui dopo un atteggiamento di fuga dalle clausole generali – perché eccessivamente indeterminate e, pertanto, incoerenti con una visione della legge come comando puntuale e analitico – l'atteggiamento odierno sembra essere quello di fuga nelle clausole generali; infatti (p. 445) “mentre sbiadisce l'immagine della fuga, persa nella memoria di un tempo giuridico del tutto statico o del tutto asservito, conserva tutta la sua attualità, e perfino si rafforza, l'istanza della ricognizione critica”. Per quanto gli autori citati si riferiscano qui alle clausole generali in senso stretto, pare comunque che un tale carattere intrinsecamente dinamico sia attribuibile anche agli *standard*. Sulla differenza tra clausola generale e *standard*, v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4; sulla comunanza del carattere di indeterminatezza alle clausole generali e agli *standard*, cfr. A. FALZEA, *Gli standards valutativi e la loro applicazione*, in *Rivista di diritto civile*, 1987, fasc. 1, pp. 1-20.; sulla difficoltà di individuare correttamente le clausole generali rispetto ad altri concetti similari, cfr. M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Rivista critica del diritto privato*, 2011, fasc. 3, pp. 345-78.

<sup>279</sup> Già più volte si è cercato di sostenere la ragione per cui, ai fini del presente lavoro, la nozione di investitore ragionevole sia identificata in particolare come clausola generale: v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4 e Capitolo Secondo, §1.1.

<sup>280</sup> Un'informazione può acquisire il carattere di significatività anche grazie ad un intervento normativo *ad hoc* ovvero, in caso di inerzia legislativa, mediante un mutamento nella condotta degli emittenti. In quest'ultimo

Il concetto di materialità deve essere inteso quale “social construction”<sup>281</sup>. Le tematiche ESG e gli investimenti sostenibili ne sono l’esempio lampante. Il rischio di interpretare la significatività – e, insieme ad essa, la figura dell’investitore ragionevole – senza tener conto delle mutate sensibilità dei mercati, in particolare rispetto agli investimenti sostenibili, è triplice.

In primo luogo, si dimenticherebbe che il diritto, in quanto fenomeno sociale, deve essere capace di evolversi al mutare di quella realtà che pretende di regolare. In secondo luogo, il pericolo sarebbe di non tutelare in misura sufficiente gli investitori. Infine, si permetterebbe irragionevolmente di riversare nel mercato informazioni che, stando alle attuali dinamiche, incentivano gli investimenti ma che, qualora false o non rispettate, non comportano poi alcun tipo di responsabilità.

La dottrina – anche se non in modo univoco – ormai da tempo si è fatta carico del compito di riavvicinare, anche da questa ulteriore prospettiva, il diritto alla realtà che regola, ma non può essere lasciata sola tra i formanti del diritto<sup>282</sup>.

È tempo, ora, che tale consapevolezza sia maturata anche dalla giurisprudenza.

---

caso, tuttavia, le società sono ben interessate ad informarsi a regole meno rigorose, con l’obiettivo di sostenere i minimi costi possibili. Sfruttare il dinamismo insito negli *standard* potrebbe, a questo punto, raggiungere un più equo contemperamento; cfr. D. FREIBERG – J. ROGERS – G. SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporation and their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 2019, No. 20-056, disponibile all’indirizzo: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3482546>.

<sup>281</sup> M.V. SACHS, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor"*, cit. alla nota 81, p. 485.

<sup>282</sup> Quanto sostenuto nel testo è frutto della ferrea convinzione che dottrina e giurisprudenza – nell’inerzia del legislatore – abbiano il dovere di svolgere un ruolo compromissorio tra conservatorismo giuridico e dinamismo della realtà; M. GRONDONA, *Tullio Ascarelli tra “inerzia giuridica” e “dinamica del diritto”*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 4, p. 1235-36: “deve [il giurista] essere altresì consapevole che il suo agire giuridico, la sua libertà, e in certa misura creatività, intellettuale richiedono un’altrettanta significativa responsabilità, che sarà primariamente culturale per la dottrina [...], dovrà essere tendenzialmente disciplinare per il magistrato, e dunque professionale per ogni operatore giuridico”. Si è qui convinti che tale dovere intellettuale ben possa concretizzarsi nell’interpretazione evolutivistica delle disposizioni giuridiche che assumano la forma di *standard*. Sul carattere ontologicamente dinamico in particolare delle clausole generali, cfr. F. PEDRINI, *Le “clausole generali”. Profili teorici e aspetti costituzionali*, Bologna, Bononia University Press, 2013, pp. 36 ss. Si pensi, per un esempio di interpretazione evolutiva di clausole generali, al caso italiano dell’art. 2043 c.c. Col tempo, infatti, è mutata la concezione di quali diritti debbano essere lesi perché il relativo danno possa qualificarsi “ingiusto”: diritti assoluti, diritti di credito, situazioni di fatto, interessi legittimi. Il tutto mantenendo immutata la formulazione linguistica della disposizione, da cui si è partiti per enunciare distinte norme sempre più aderenti alle mutate concezioni social-giuridiche. Per una disamina dell’evoluzione ermeneutica dell’art. 2043, cfr. B. INZITARI – V. PICCININI, *La responsabilità civile. Casi e materiali*, Torino, Giappichelli, 2009.

## CAPITOLO TERZO

### LA MATERIALITÀ E L'INVESTITORE RAGIONEVOLE: LA MOSAIC THEORY E LO SHADOW INSIDER TRADING

SOMMARIO: §1. L'ennesimo contemperamento nei mercati: la teoria del mosaico. §1.1. Una breve introduzione: l'importanza delle discipline particolari per comprendere, in generale, la nozione di materialità. §1.2. La teoria del mosaico: una tecnica necessaria, tra fisiologia e patologia di mercati complessi e in evoluzione. §1.3. La teoria del mosaico nell'ordinamento statunitense: nascita, evoluzione e apparente declino. §1.4. La teoria del mosaico nell'ordinamento dell'Unione Europea: una disciplina dal carattere incompleto e incerto. §1.4.1. La necessità della teoria del mosaico e la debolezza normativa del considerando n. 28 MAR. §1.4.2. Il carattere pubblico dell'informazione come differenza discriminante tra ordinamento europeo e statunitense nella teoria del mosaico: un breve *excursus*. §2. Lo *shadow trading* come metodo di elusione del divieto di *insider trading*. Un'espansione dei confini tra teoria e applicazione. §2.1. Lo *shadow trading*: una conseguenza dell'interdipendenza delle società nei mercati finanziari. §2.2. La liceità dello *shadow trading*: il dibattito teorico. §2.3. Il primo procedimento statunitense per *shadow trading*: *SEC v. Panuwat*. §2.4. L'accertamento della materialità nel caso *SEC v. Panuwat*: le apparenti certezze e i profondi dubbi intorno ad una nuova condotta. §2.5. Le ulteriori valutazioni nel rigetto della *motion to dismiss* nel caso *SEC v. Panuwat*: la violazione del dovere fiduciario e l'elemento soggettivo. Una ricapitolazione delle conclusioni.

#### §1. L'ennesimo contemperamento nei mercati: la teoria del mosaico

§1.1. *Una breve introduzione: l'importanza delle discipline particolari per comprendere, in generale, la nozione di materialità*

Nel corso dei precedenti capitoli, il presente lavoro si è concentrato sul carattere di materialità delle informazioni sulla sostenibilità. In primo luogo, l'analisi ha avuto ad oggetto il requisito oggettivo della nozione – l'influenza sui prezzi<sup>1</sup> – per poi focalizzare l'attenzione sulla figura soggettiva – l'investitore ragionevole<sup>2</sup>.

Dopo avere, così, studiato il concetto di significatività secondo una prospettiva *generale*, pare di particolare utilità e importanza osservare come questo rilevi con riferimento a situazioni, invece, del tutto *particolari*. La teoria del mosaico e la condotta di *shadow trading* – discipline in entrambi i casi rilevanti con riferimento specifico al divieto di *insider trading*

---

<sup>1</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §2.1 ss.

<sup>2</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §2.1 ss.

– costituiscono due eccellenti esempi a tale fine. Le due fattispecie, infatti, consentono una serie di riflessioni di particolare rilevanza per il presente elaborato.

In primo luogo, e come appena accennato, per comprendere appieno la nozione di significatività è imprescindibile valutare come essa venga interpretata – e, quindi concretamente operi – in riferimento a situazioni ben specifiche e determinate<sup>3</sup>.

In secondo luogo, la teoria del mosaico e lo *shadow trading* sono di estremo interesse per osservare recenti evoluzioni rispetto all'interpretazione del *test* dell'investitore ragionevole. Pur essendo oggetto di dibattito in particolar modo nell'ordinamento statunitense, le due fattispecie sono prodromiche, in questo caso, a riflessioni riferibili anche al contesto europeo. Come già detto<sup>4</sup>, data la derivazione statunitense dell'investitore ragionevole previsto dalla disciplina del MAR, l'indagine ad oggetto l'assetto giuridico di origine è utile *anche* rispetto a sistemi che ne hanno subito indelebilmente l'influenza.

In terzo ed ultimo luogo – e in modo profondamente connesso al punto precedente – le osservazioni rispetto all'investitore ragionevole permetteranno di intuire l'utilità dell'analisi compiuta in particolare nel secondo capitolo. Qui, un primo obiettivo è stato quello di dimostrare che *anche* un investitore razionale prenderebbe in considerazione le informazioni ESG<sup>5</sup>. Il secondo – e ben più trasversale – scopo prefissato è stato quello di provare che, *indipendentemente* dall'interpretazione data all'investitore ragionevole, esso adotterebbe come riferimento conoscitivo le informazioni ESG<sup>6</sup>. Date queste premesse, due potranno essere le conclusioni in fine al terzo capitolo: o la teoria del mosaico e la disciplina dello *shadow trading* porteranno ad un'univoca concezione dell'investitore ragionevole tra quelle *supra* analizzate – e allora le informazioni ESG sono materiali; oppure, le due situazioni condurranno a distinte esegesi della clausola soggettiva – e allora le informazioni ESG saranno *comunque* significative. L'utilità dello studio che ora si comincerà è evidente.

---

<sup>3</sup> Sia detto fin da ora, sia la teoria del mosaico sia la qualificazione della condotta di *shadow trading* non vanno considerate come discipline eccezionali, bensì come speciali. Infatti, in entrambi i casi la disciplina giuridica non si pone in contrasto con le generali *rationes* del divieto di *insider trading* – quanto, invece, accade nel caso di un trattamento giuridico eccezionale. Al contrario, si tratta di situazioni che – pur presentando *speciali* connotati – vanno regolate in un certo modo al fine di raggiungere quegli stessi fini prefissati dal legislatore laddove decida di sanzionare l'abuso di informazioni privilegiate. Sulla distinzione tra norme eccezionali e norme speciali, cfr. P. STANZIONE, *Manuale di diritto privato*, Torino, Giappichelli, 2021, Quinta Edizione, pp. 11 ss.

<sup>4</sup> Proprio per il fatto che la nozione di significatività europea ha subito evidenti influenze dal concetto di *materiality* statunitense, il presente lavoro è partito dall'analisi di quest'ultima: v. *supra*, Capitolo Primo, §1.2 e §1.3.

<sup>5</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §2.3.

<sup>6</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §2.1.

§1.2. *La teoria del mosaico: una tecnica necessaria, tra fisiologia e patologia di mercati complessi e in evoluzione*

Per tecnica del mosaico si intende una sapiente coniugazione di elementi distinti che, uniti in un insieme ordinato, formano un'immagine univoca e coerente. Se da una prospettiva prettamente artistica – da cui ha origine l'espressione – quel che viene combinato sono tessere di diverso materiale, la metafora, applicata nei mercati finanziari, si riferisce ad una pluralità di informazioni idonee, una volta assemblate in un ordine coerente, a raggiungere una specifica (*rectius*: materiale) conclusione in ordine ad un determinato emittente<sup>7</sup>.

Come già ampiamente trattato, i dati conoscitivi oggetto di divulgazione al mercato assumono – nel contesto europeo – la denominazione di informazioni privilegiate, mentre – nell'ordinamento statunitense – quella di *material information*.

Con particolare riferimento, poi, al divieto di *insider trading*, se la disciplina nel MAR conserva la medesima definizione di informazione privilegiata, il panorama giuridico statunitense, invece, ha coniato da alcuni anni la nozione di MNPI (*material non public information*). Tale nozione si riferisce a differenti requisiti che, considerati unitamente, qualificano una determinata informazione quale materiale, rendendo di conseguenza concretamente operante la disciplina in particolare il divieto di *insider trading*.

Tuttavia, la complessità della realtà costringe ad una visione olistica, capace di cogliere l'intrinseca complicatezza dei fenomeni finanziari. Come già accennato – nell'ambito della critica a quegli orientamenti che identificano l'investitore ragionevole con il mercato nel suo insieme<sup>8</sup> – risulta spesso complesso individuare l'isolato impatto di una specifica informazione sui prezzi di uno strumento finanziario, inserendosi essa, infatti, in una dinamica globale non sempre facilmente scindibile.

Questo compito è arduo non (solo) perché gli effetti di un'informazione negativa possono essere compensati dalla divulgazione di un'informazione – speculare – positiva, ma (anche) perché frequentemente una singola informazione assume un senso (*rectius*: diviene

---

<sup>7</sup> La metafora del mosaico non è usata soltanto nella disciplina giuridica dei mercati finanziari ma, per esempio, risulta alquanto diffusa, in ambito statunitense, nello studio della *privacy* sulla base del Quarto Emendamento. In questo caso, la questione consiste nel comprendere se informazioni accostate le une alle altre siano idonee a ledere il diritto di riservatezza dei singoli individui. Sul tema, cfr. O.S. KERR, *The Mosaic Theory of the Fourth Amendment*, in *Michigan Law Review*, 2012, Vol. 111, No. 3, pp. 311-54. Pur non essendo, ovviamente, tema strettamente attinente al presente lavoro, è comunque interessante notare come anche in ambito costituzionale per "mosaico" si intenda un insieme di *informazioni* provenienti da una pluralità di fonti distinte.

<sup>8</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.2.

materiale) esclusivamente quando analizzata in combinazione con altri dati conoscitivi. Adottando la terminologia anglosassone, particolarmente evocativa a fini didascalici, *a piece of information* assume il carattere di significatività quando coniugata con un ulteriore *piece of information* i quali, insieme, consentono l'enucleazione di una macro-informazione ovvero una vera e propria *material information*<sup>9</sup>.

L'analisi delle informazioni nel mercato finanziario è finalizzata all'individuazione del corretto valore fondamentale di un certo emittente, in ciò supportando il tentativo degli investitori di comprendere quale debba essere la strategia di investimento da adottare ossia se, in sintesi, convenga vendere o acquistare i relativi strumenti finanziari.

Un individuo interessato a prendere decisioni di investimento il più possibile ponderate deve necessariamente analizzare, pertanto, il mercato nel suo insieme. È necessario prescindere dal significato specifico di una certa informazione e calare quest'ultima in un contesto per comprenderne appieno la portata effettiva<sup>10</sup>.

In prima analisi, le plurime informazioni che formano il complesso patrimonio conoscitivo di un investitore sono quelle oggetto di divulgazione dagli emittenti. Il profitto finanziario trova la sua origine, in questo caso, nella capacità di trovare nascosti nessi tra quelle notizie *a tutti* egualmente accessibili. È proprio una diffusa concezione meritocratica dei guadagni<sup>11</sup> che alcune corti statunitensi hanno aderito – se pur per un limitato periodo temporale<sup>12</sup> – al

---

<sup>9</sup> A.S. DAVIDOWITZ, *Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It*, in *Washington University Journal of Law & Policy*, 2015, Vol. 45, p. 284: “the theory involves collecting *pieces of information* about a company in order to determine the underlying value of the company's securities” (corsivo aggiunto).

<sup>10</sup> Si prescinde, ora, da qualsiasi valutazione coerente con gli studi della finanza comportamentale. È, infatti, innegabile che un investitore, ragionando su un piano teorico, dovrebbe prendere in considerazione più informazioni, evitando di concentrarsi esclusivamente su alcune di esse ovvero, addirittura, su una sola. La (concreta) possibilità di sovraccarico di informazioni, in combinazione con i procedimenti euristici connessi (*choice overload*, *primacy effect*, *recency effect*, e così via) rende, come già *supra* accennato (v. Capitolo Secondo, §1.5.1), la realtà ben più complessa; cfr. T. A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003, Vol. 81, No. 2, pp. 417-85.

<sup>11</sup> Il legame fra etica e repressione degli abusi di mercato non è affatto nuovo. Per una panoramica sull'intrecciarsi di pensieri *lato sensu* morali e divieto di *insider trading*, cfr. B.M. BLAU – T.G. GRIFFITH – R.J. WHITBY, *On the Ethics of “Non-Corporate” Insider Trading*, in *Journal of Business Ethics*, 2022, Vol. 177, pp. 79-93.

<sup>12</sup> La paura che un approccio basato su una parità informativa potesse risultare eccessivamente ampio ha indotto la Corte Suprema ad un cambiamento di rotta nel caso *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222 (1980), concernente lo sfruttamento di MNPI nell'ambito di un'offerta di acquisto. In tale pronuncia, si è preferito introdurre l'ulteriore requisito della violazione di un dovere fiduciario perché una condotta rientri nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*: non è quindi più sufficiente che un *insider* abbia investito sulla base di MNPI. Per i timori causati da un *parity of information approach*, cfr. E. GREENE – O. SCHMID, *Duty-Free Insider Trading*, in *Columbia Business Law Review*, 2013, No. 2, pp. 409 ss. La reazione della SEC non si è fatta attendere: viene emanata, appena sei mesi dopo *Chiarella*, la Rule 14e-3 che sanziona lo sfruttamento

principio di parità informativa<sup>13</sup>. Tutti gli investitori, cioè, dovrebbero essere posti nella medesima condizione di partenza, consentendosi poi ai più meritevoli di emergere, con le proprie sole abilità, da una iniziale situazione di parità delle armi a disposizione<sup>14</sup>.

Le informazioni necessarie ad ottenere una corretta fotografia di un emittente, tuttavia, non si esauriscono in quelle oggetto di comunicazione. In particolare, in un sistema normativo ordinato ad un principio generale di divulgazione volontaria – come quello statunitense – emerge, infatti, la necessità che gli investimenti siano il risultato (anche) di quelle informazioni idonee, pur non pubbliche, ad inquadrare il valore fondamentale di un emittente. Si pensi, per esempio, alle cd. *market information*: dati conoscitivi idonei a riflettere il valore fondamentale ma che, tuttavia, gli emittenti non sono obbligati a divulgare nemmeno in un contesto, quale quello europeo, informato ad una regola generale di divulgazione continua e obbligatoria<sup>15</sup>.

Non a caso, infatti, Andrew Ross Sorkin, autorevole giornalista finanziario del New York Times, ha in modo cristallino affermato: “every day, professional investors and research analysts work the phones to ferret out information about companies that can’t be found by simply reading news releases [...] Investors use multiples tidbits of *nonpublic information*

---

di informazioni confidenziali, nell’ambito di un’offerta di acquisto, indipendentemente dalla violazione di qualsivoglia dovere fiduciario. Pur di fronte ad un’applicazione soggettiva assoluta – e *insider* e qualsiasi altra persona in possesso di informazioni *confidential* – la regola rimane di circoscritta applicazione oggettiva, limitandosi ad essere applicata nel solo contesto delle offerte di acquisto. La necessità che vi sia la violazione di un dovere fiduciario sarà particolarmente rilevante rispetto alla condotta di *shadow trading* (v. *infra*, Capitolo Terzo, §2.5).

<sup>13</sup> Il principio di parità informativa, come verrà approfondito *infra* (v. Capitolo Terzo, §2.2), pare invece essere ancora oggi la base su cui poggia l’intera disciplina predisposta dal MAR; sul tema, cfr. M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review*, 2014, Vol. 4, pp. 554-93.

<sup>14</sup> Il cd. *parity of information approach* è stato evocato dal Secondo Circuito nel caso – relativo a condotte di *insider trading* – *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968). Nella pronuncia, aderendo all’impostazione dell’autorità finanziaria statunitense, si è stabilito che l’*insider* in possesso di una *material non-public information* è tenuto o a divulgarla o ad astenersi dall’investire sulla base della medesima. Se l’obiettivo è quello di garantire una parità di accesso alle informazioni, è naturale che qualsiasi investimento sulla base di MNPI si risolverebbe in un una sorta di vantaggio concorrenziale ritenuto ingiusto. Per una dettagliata analisi in prospettiva della pronuncia, cfr. M. I. STEINBERG, *Texas Gulf Sulphur at Fifty – A Contemporary and Historical Perspective*, in *Southern Methodist University Law Review*, 2018, Vol. 71, No. 3, pp. 625-41.

<sup>15</sup> Nel prosieguo del lavoro (v. *infra*, Capitolo Terzo, §1.4) verrà evidenziato come anche nell’ordinamento europeo – orientato ad un principio di divulgazione continua e obbligatoria – le riflessioni ad oggetto la teoria del mosaico non sono affatto vane. Come verrà approfondito, gli emittenti europei, per esempio, non sono obbligati a divulgare le *market information*: l’art. 17 MAR esclude queste ultime dal suo campo di operatività.

from various sources to build a “mosaic” to try to get an edge on other investors”<sup>16</sup> (corsivo aggiunto).

Le informazioni divulgate al mercato altro non sono, quindi, che un mero punto di partenza. È stato osservato che anche quanto oggetto di *disclosure* obbligatoria – regola eccezionale nei mercati statunitensi<sup>17</sup> e principio generale in quelli europei – non deve essere valutato isolatamente, ma in ogni caso sempre attentamente bilanciato con altri dati conoscitivi<sup>18</sup>. Questi ultimi possono consistere – ed è qui che assume rilevanza la teoria del mosaico – anche in informazione *non* divulgate che, combinate fra loro, permettono di raggiungere una conclusione conoscitiva finalmente significativa.

In primo luogo, tale precauzione è ritenuta indispensabile per quell’ineliminabile margine di ambiguità causato, rispetto alla divulgazione di informazioni, dalla pluralità di interessi in gioco. I legali, per esempio, possono suggerire l’adozione di una certa forma di linguaggio che possa fungere da compromesso tra un’eccessiva ampiezza semantica ed una specificità linguistica potenzialmente controproducente; gli organi deputati all’amministrazione della società possono apparire più propensi a divulgare informazioni favorevoli – o, quanto meno, in una forma favorevole<sup>19</sup> – per lo più ancorate a prospettive temporali di breve termine<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> A.R. SORKIN, *Just Tidbits, or Material Facts for Insider Trading?*, in *New York Times*, 29 novembre 2010, disponibile all’indirizzo: <http://dealbook.nytimes.com/2010/11/29/just-tidbits-or-material-facts-for-insider-trading/>. L’autore ricorda ulteriormente che alcuni investitori “will walk through shopping malls interviewing store managers [...] to gauge how sales are going. Other monitoring sales of certain components parts in Asia to determine how many iPads Apple might sell this quarter”. Il paradosso individuato è che “while it has long been considered standard practice to *ask* the local GAP store manager how sales are going, the store manager’s *answer* may actually fall into a gray area” (corsivo aggiunto).

<sup>17</sup> Si pensi, a titolo esemplificativo, agli *annual reports* nella Form 10-K, ai *quarterly reports* nella Form 10-Q o, ancora, ai *current reports* nella Form 8-K, arricchiti dall’importanza Regulation S-K.

<sup>18</sup> Tale impostazione non solo è spesso suggerita dalla letteratura economico-giuridica, ma anche da un’attenta giurisprudenza. Per esempio, nella pronuncia *SEC v. Baush & Lomb, Inc.* – caso *infra* illustrato (v. Capitolo Terzo, §1.2) – la possibilità che analisti finanziari ricevano informazioni dagli *insider* è ritenuta strumento necessario per una corretta valutazione del “meaning of public information”. Si ritiene, in altre parole, che informazioni non pubbliche siano necessarie per un’analisi più accurata di quanto pubblicamente divulgato. In particolare, *SEC v. Bausch & Lomb Inc.*, 565 F.2d 8, 14–15, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 96186 (2d Cir. 1977).

<sup>19</sup> Si ricordi il *framing effect* che, come già *supra* accennato (v. Capitolo Secondo, §1.5.1), potrebbe essere indebitamente sfruttato dagli emittenti per presentare cattive notizie in una veste formale d’ottimismo. Per questi, ed altri, rischi rispetto al *framing effect*, cfr. E. AVGOULEAS, *Cognitive Biases and Investor Protection Regulation an Evolutionary Approach*, 2008, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1133214>.

<sup>20</sup> Cfr. M.A. JENSEN – W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305-60. Con riferimento specifico alla teoria del mosaico, questi disallineamenti negli interessi sono enfatizzati da V.S. GRANT, *Mosaic Theory in Sustainable Investing*, in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020, pp. 83 ss. L’autrice ricorda, ulteriormente, anche i distinti interessi dei *senior executives* e degli *auditors*. Questa situazione fa sì che (p. 84): “investors must seek information from *sources other than disclosures* to validate the data provided by management” (corsivo aggiunto).

Tale disomogeneità di obiettivi aumenta a dismisura con riferimento alle informazioni ESG: coinvolgendo queste ultime schiere più numerose di soggetti – gli *stakeholder*<sup>21</sup> –, risulta estremamente complesso trovare un compromesso perché la divulgazione permetta di soddisfare, nello stesso modo, le aspettative di tutti quanti i potenziali interessati<sup>22</sup>.

In secondo luogo, analizzare informazioni ulteriori rispetto a quelle *ex se* materiali, siano o meno esse oggetto di comunicazione al mercato, risulta imprescindibile in ragione della già ricordata regola generale – nei mercati statunitensi – di divulgazione volontaria<sup>23</sup>. Si pensi, in particolare, alle informazioni ESG, la cui comunicazione su base volontaria costringe gli investitori sostenibili a sforzarsi costantemente per trovare quei dati conoscitivi che consentano loro di convogliare le proprie risorse coerentemente alle loro preferenze ed obiettivi<sup>24</sup>. Non a caso, infatti, molti autori auspicano finalmente un intervento normativo che imponga una divulgazione obbligatoria delle informazioni ESG, ritenendo questo l'unico metodo effettivo per prevenire arbitrarie scelte di *disclosure* che paiono, ad oggi, dominare il mercato statunitense<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> Oltre alla varietà degli *stakeholder*, si ricordi anche la disomogeneità degli interessi dei diversi investitori sostenibili. Infatti, data l'ampiezza semantica del termine "sostenibilità" (v. *supra*, Capitolo Primo, §2.1), è possibile identificare assai numerosi obiettivi sostenibili differenti, insuscettibili di esaurirsi in un solo insieme dai confini ben precisi. Si pensi, per esempio, a chi mostri un interesse maggior verso questioni climatiche piuttosto che verso obiettivi di eliminazione delle discriminazioni sul lavoro: v. *supra*, in particolare Capitolo Primo, §3.1.2.

<sup>22</sup> Per l'estrema disomogeneità dei soggetti rientranti nell'ampia categoria dei cd. *stakeholder*, cfr. C.G. NTIM, *Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3096612>.

<sup>23</sup> Cfr. V.S. GRANT, *Mosaic Theory in Sustainable Investing*, in D.C. ESTY – T. CORT (a cura di), in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, cit. alla nota 20, pp. 81 ss. L'autrice ritiene che ricercare informazioni ulteriori rispetto a quelle divulgate dagli emittenti – siano esse comunicate volontariamente ovvero sulla base di una *mandatory disclosure* – sia imprescindibile, in particolare con riferimento ai dati conoscitivi ESG. Viene, infatti, affermato: "investors can obtain some information only from management disclosures but can derive more insight than ever by analyzing third-party data sources including online reviews, web-traffic information, trading flows, visualization of physical activities, and government databases".

<sup>24</sup> Uno studio condotto dalla SASB ha mostrato come addirittura il 90% delle informazioni ESG negative non vengano divulgate dagli emittenti interessati: cfr. O. BOIRAL, *Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI report*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2013, Vol. 26, No. 7, pp. 1036-71.

<sup>25</sup> Cfr. D.C. ESTY – Q. KARPILOW, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, Vol. 36, pp. 625-92. Gli autori, in particolare, affermano (p. 691): "now, as with American environmental law more generally, regulators must commit to developing an expanded set of green lights if they hope to fully harness the potential of sustainable investing", concludendo che, nonostante la predisposizione di un'adeguata normativa sulla divulgazione di informazioni ESG sia senza dubbio compiuto arduo, "there are good reasons to believe that efforts to develop a robust mandatory sustainability disclosure framework will succeed".

In terzo ed ultimo luogo, l'esigenza di costruire complessi mosaici può derivare direttamente dagli interessi propri degli investitori. Come già ampiamente studiato<sup>26</sup>, si sta consolidando un intenso interesse verso le informazioni ESG le quali – pur avendo di recente mutato nel contesto europeo denominazione, divenendo “informazioni sulla sostenibilità” – sono etichettate come non finanziarie, dati conoscitivi, cioè, non attinenti – almeno non direttamente – al profilo finanziario di un emittente. La teoria del mosaico, quindi, si complica straordinariamente<sup>27</sup>, anche in considerazione dell'approccio settoriale adottato dai principali quadri di riferimento per la divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità<sup>28</sup>. L'assemblaggio, cioè, comprende sia informazioni pubbliche sia informazioni non pubbliche; ciascuna delle due categorie può includere informazioni sia materiali sia non materiali; ancora, ciascuna delle ultime due classi può annoverare sia informazioni finanziarie sia informazioni ESG; infine, le informazioni inglobate dagli ultimi due insiemi considerati possono trovare la propria fonte sia nella divulgazione degli emittenti sia in ulteriori sorgenti informative<sup>29</sup>.

Le informazioni importanti per le schiere di investitori possono essere, come ormai più che illustrato nel presente lavoro, raggruppate in due ampie categorie: quelle materiali – *i.e.*, le informazioni idonee ad avere un'influenza sui prezzi e tali da essere prese in considerazione da un investitore ragionevole –, da un lato, e quelle immateriali dall'altro. Tale distinzione si intreccia con un ulteriore distinguo: le informazioni pubbliche e le informazioni private. Se gli investitori, quindi, sono interessati a trovare informazioni ulteriori rispetto a quelle oggetto di divulgazione (*rectius*: pubbliche) – per le ragioni *supra* in questa sezione illustrate –, allora si muoveranno per conoscere le informazioni non oggetto di divulgazione (*rectius*:

---

<sup>26</sup> V. *supra*, Capitolo Primo, §3.1 ss.

<sup>27</sup> Questa nuova complessità della teoria del mosaico è adeguatamente studiata da V.S. GRANT, *Mosaic Theory in Sustainable Investing*, cit. alla nota 23, pp. 91 ss. L'autrice, in modo cristallino, dichiara: “it is no longer enough to build a mosaic that includes only financial issues. As a result, implementing the mosaic theory is now even more complex” (corsivo aggiunto).

<sup>28</sup> Si pensi, come esempio paradigmatico, alla SASB. Per l'approccio *cd. industry specific* rispetto alla materialità delle informazioni ESG, cfr. R.G. ECCLES – M.P. KRZUS – J. ROGERS – G. SERAFEIM, *The Need for Sector-specific Materiality and Sustainability Reporting Standards*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2012, Vol. 24, No. 2, pp. 65-71. Per un esempio di studio sulla materialità delle informazioni ESG che non si riduca ad un approccio meramente settoriale, cfr. D. FREIBERG – J. ROGERS – G. SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporation and their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 2019, No. 20-056, disponibile all'indirizzo: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3482546>. Quest'ultimo lavoro – che tenta di individuare le tappe del processo di acquisizione della significatività da parte di un'informazione ESG – verrà illustrato in modo più approfondito *infra*, v. Capitolo Terzo, §2.1.

<sup>29</sup> Una semplice ma efficace illustrazione – compiuta dal Corporate Finance Institute – è disponibile all'indirizzo: [www.corporatefinanceinstitute.com](http://www.corporatefinanceinstitute.com).

non pubbliche), potendo imbattersi in – o consapevolmente cercare – informazioni o materiali o non materiali<sup>30</sup>.

Se non paiono esserci dubbi sull'illiceità di una siffatta condotta se compiuta direttamente da un *insider*<sup>31</sup> – o, per dirlo adottando la terminologia europea, da un *insider* primario<sup>32</sup> –, la questione principale consiste nel comprendere se, posta in essere da soggetti esterni agli emittenti (cd. *outsider*), tale pratica sia oggetto di divieto. Si discute, in altre parole, se quanto raccolto sia, alternativamente, “just tidbits, or material facts for insider trading”<sup>33</sup>.

### §1.3. *La teoria del mosaico nell'ordinamento statunitense: nascita, evoluzione e apparente declino*

Una delle pronunce più importanti a proposito della teoria del mosaico è senza ombra di dubbio *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.* del 1977<sup>34</sup>, concernente un'accusa di *insider trading* nei confronti di un *insider* che aveva comunicato una MNPI ad un analista finanziario<sup>35</sup>. Il Secondo Circuito, ritenendo fondamentale il ruolo degli analisti finanziari ai fini di una maggiore efficienza dei mercati<sup>36</sup>, afferma che “corporate management may reveal to

---

<sup>30</sup> Queste due categorizzazioni e i relativi intrecci sono ben illustrati dagli schemi proposti, per illustrare la *mosaic theory*, dal Corporate Finance Institute, disponibili all'indirizzo: [www.corporatefinanceinstitute.com](http://www.corporatefinanceinstitute.com).

<sup>31</sup> Il dubbio è sorto nell'ambito della pronuncia *SEC v. Steffes*, 805 F. Supp. 2d 601, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 96509 (N.D. Ill. 2011). Alcuni *insider* vengono accusati di *insider trading* a seguito di alcuni loro investimenti sulla base di un patrimonio informativo frutto, secondo il metodo del mosaico, della combinazione di svariati dati conoscitivi. Alcune affermazioni della pronuncia (per esempio: “is is well established that a defendant can be held liable for insider trading when he or she obtains and acts on pieces of information, which, “pieced together”, constitute material non public information”) sono state interpretate da alcuni autori come sintomatiche dell'abbandono, da parte della giurisprudenza, della teoria del mosaico. Secondo altri commentatori, invece, la fattispecie non rientrerebbe affatto nel campo di applicazione tradizionale della teoria, trattandosi di situazioni in cui le informazioni coniugate sono state *tutte quante* conosciute esclusivamente grazie alla posizione ricoperta nella società. In questo modo, non si presenta la necessità di tutelare in qualche modo le superiori competenze finanziarie di certi soggetti – in grado di combinare informazioni non materiali in una conclusione significativa –, bensì quella di sanzionare chi, comunque, abbia violato quel dovere fiduciario intercorrente con gli azionisti della società. Non è possibile, pertanto, alcun parallelismo con quei casi in cui *altri* soggetti (*rectius*: non *insider*) creano un mosaico a partire da una pluralità di informazioni, alcune pubbliche, altre non pubbliche; alcune materiali, altre immateriali; alcune ottenute da fonti interne, altre da fonti esterne all'emittente. Per l'intenso dibattito intorno alla citata pronuncia, cfr. A. HORWICH, *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2015, Vol. 43, No. 2, pp. 138 ss. che sostiene il secondo dei due orientamenti accennati.

<sup>32</sup> Per l'inquadramento dell'*insider* primario e per la sua distinzione rispetto all'*insider* secondario, v. *infra*, Capitolo Terzo, §1.4.

<sup>33</sup> A.R. SORKIN, *Just Tidbits, or Material Facts for Insider Trading?*, cit. alla nota 16.

<sup>34</sup> *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.*, 565 F.2d 8 (2d Cir. 1977).

<sup>35</sup> Per un'illustrazione del caso, coeva ad esso, cfr. J.G. GILLIS, *Securities Law and Regulation: Bausch & Lomb: Analytical Judgment and inside Information*, in *Financial Analysts Journal*, 1976, Vol. 32, No. 6, pp. 8 ss.

<sup>36</sup> Più avanti, nel corso del presente lavoro e con particolare riferimento allo *shadow trading*, si noterà che l'interpretazione estensiva della normativa sugli abusi di mercato pare assai frequente nel contesto statunitense. In ordine, tuttavia, alla teoria del mosaico, sembra invece che l'interpretazione spesso si basi su argomentazioni

securities analysts or inquirers non-public information that merely *fills interstices* in analysis”<sup>37</sup>, precisando la piena liceità della situazione “even though such tidbits of inside information may assume heightened significance when woven by the skilled analysts into the *matrix of knowledge* obtained elsewhere, thereby *creating material information*”<sup>38</sup>.

Pochi anni dopo, nel 1980, il Secondo Circuito, nella pronuncia – sempre concernente accuse di *insider trading* per comunicazioni selettive ad analisti finanziari di informazioni non pubbliche – *Elkind v. Liggett & Myers*<sup>39</sup>, conferma quanto statuito nel 1977, motivando che “a skilled analyst with knowledge of the company and the industry may piece seemingly inconsequential data together with public information into a *mosaic which reveals material non-public information*”<sup>40</sup>. Si consolida così ufficialmente, almeno in ambito giurisprudenziale, l’espressione “mosaico” per indicare una serie di informazioni derivanti da fonti distinte<sup>41</sup>.

La teoria raggiunge la sua consacrazione definitiva con l’avallo della Corte Suprema che, nella pronuncia *Dirks v. SEC*<sup>42</sup> del 1983, dichiara la liceità della pratica degli analisti finanziari di ricevere – valorizzando l’obiettivo di assicurare un quadro più dettagliato e

---

di tipo teleologico. In altre parole, per individuare gli effetti giuridici di determinate fattispecie da giudicare, si enfatizza il ruolo – imprescindibile per l’efficienza dei mercati finanziari – degli analisti. Non a caso, con riferimento alla teoria del mosaico, da subito la consapevolezza è quella delle necessità di un contemperamento tra, da una parte, efficienza e giustizia in senso lato dall’altra; per esempio, a notarlo è D.C. LANGEVOORT, *Investment Analysts and the Law of Insider Trading*, in *Virginia Law Review*, 1990, Vol. 76, No. 5, pp. 1023-54, secondo cui (p. 1054) “the right choice is not clear”.

<sup>37</sup> *Ibidem*, punto 14 (corsivo aggiunto).

<sup>38</sup> *Ibidem* (corsivo aggiunto). Appare di rilevante interesse la consapevolezza, mostrata dal giudice, che la capacità di creare mosaici di distinte informazioni sia prerogativa di soggetti particolarmente competenti in termini finanziari. Ne è dimostrazione proprio l’utilizzo del termine “skilled”.

<sup>39</sup> *Elking v. Liggett Myers, Inc.*, 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

<sup>40</sup> *Ibidem*, punti 658-59 (corsivo aggiunto). Vale di nuovo la medesima osservazione – ad oggetto il termine “skilled” – compiuta *supra* alla nota 38.

<sup>41</sup> Per un’analisi del caso, cfr. W.K. SANDERS, *Measure of Damages for Insider Trading: Elkind v. Liggett & Meyers, Inc.*, in *St. John’s Law Review*, 1981, Vol. 56, No. 1, pp. 142-55.

<sup>42</sup> *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). La vicenda ha come oggetto la comunicazione, da parte di un *insider*, di un’informazione materiale e non pubblica – ad oggetto una frode in corso – all’analista finanziario Raimond Dirks. La pronuncia introduce quei requisiti perché la condotta di *tipping* debba qualificarsi come illecita (*i.e.* in particolare in sussistenza del requisito di un beneficio personale a favore dell’*insider*). Per un’analisi del caso, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *The Iconic Insider Trading Cases*, 2008, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1097744>.

adeguato del valore di un certo emittente<sup>43</sup> – da *insider* informazioni non pubbliche sotto la soglia di rilevanza<sup>44</sup>.

Dopo quasi un ventennio, anche la SEC sembra ormai collocarsi sulla medesima posizione con l'adozione del *Regulation FD*<sup>45</sup>, promulgato nell'agosto del 2000 ed entrato in vigore il primo ottobre dello stesso anno<sup>46</sup>. In particolare, l'autorità di controllo riconosce la liceità – mostrando comunque attenzione a pericolose forme di elusione<sup>47</sup> – della comunicazione di un'informazione non materiale che sia tuttavia d'ausilio nel completare il mosaico creato da un analista finanziario.

Confermando quanto già statuito nella pronuncia *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*<sup>48</sup>, l'elemento giuridico discriminante viene individuato ancora una volta nella nozione di *materiality*. Da una parte, il *Regulation FD* impone che la comunicazione di informazioni

---

<sup>43</sup> Tale pratica è ritenuta lecita a causa della sua capacità di contribuire ad una maggior efficienza del mercato, considerando che le informazioni così comunicate sono usate – per usare le parole della Corte Suprema – come “basis for judgement as to the market worth of a corporation's securities”. Sul ruolo, in generale, degli analisti nel mercato finanziario, cfr. S. RAMNATH – S. ROCK – P.B. SHANE, *Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations: A Review of the Research*, in *Foundations and Trends in Finance*, 2008, Vol. 2, No. 4, pp. 311-421.

<sup>44</sup> Nel caso, la SEC ha avuto modo di affermare: “we have long recognized that an analyst may utilize non-public, inside information which in itself is immaterial in order to fill “interstices in analysis””. Coerentemente, con riferimento alla fattispecie sotto accertamento in *Dirks* – concernente la comunicazione, da parte di un *insider* ad un analista finanziario, di informazioni relative ad una frode in corso – l'autorità di controllo nota: “this is not a case in which a skilled analyst weaves together a series of publicly available facts and non-material inside disclosures to form a “mosaic” which is only material after the bits and pieces are assembled into one picture”. La posizione della SEC non viene accolta dalla Corte Suprema che, introducendo i requisiti necessari perché la comunicazione di MNPI possa ricadere nel divieto di *insider trading*, non ritiene sussistente nel caso specifico il cd. *personal benefit* a favore dell'*insider-tippe*.

<sup>45</sup> 17 C.F.R. § 243. L'obiettivo principale che informa la disciplina è quello di “address concerns about the selective disclosure of material information”. Tale scopo ultimo, naturalmente, non è l'unico; cfr. D.C. KOB, *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and Its Impact on Market Participants*, in *Indiana Law Journal*, 2002, Vol. 77, No. 3, pp. 551-614.

<sup>46</sup> Per un'analisi degli effetti a seguito dell'entrata in vigore del *Regulation FD*, cfr. C.I. LEE – L. ROSENTHAL – K. GLEASON, *Effect of Regulation FD on Asymmetric Information*, in *Financial Analysts Journal*, 2004, Vol. 60, No. 3, pp. 79-89. Gli autori concludono – in coerenza con l'obiettivo di “level the playing field for all investors with regard to the disclosure of material information by public companies” – affermando che “the quantity of information [...] dramatically increased”.

<sup>47</sup> La SEC impone, infatti, che “an issuer cannot render material information immaterial simply by breaking it into ostensibly non-material pieces”. Il rischio, in altre parole, consiste nell'eventualità che gli *insider* possano scindere ogni singola informazione materiale in una moltitudine di informazioni non materiali, eludendo così *in toto* il divieto di *insider trading*. Il concetto di elusione verrà approfondito in seguito, in particolare con riferimento alla condotta di *shadow trading*: v. *infra*, Capitolo Terzo, §2.2.

<sup>48</sup> Ragionando con l'ormai notissimo argomento della dissociazione, la corte qualifica alcune delle informazioni comunicate quali immateriali ed altre come materiali *ex se*, non potendo quindi, in quest'ultimo caso, beneficiare della disciplina assicurata dalla teoria del mosaico. Per un commento del tempo, cfr. J.G. GILLIS, *Securities Law and Regulation: A Research Dilemma: Facts or Speculation*, in *Financial Analysts Journal*, 1981, Vol. 37, No. 4, pp. 19-21. Analoga articolazione logico-giuridico è ravvisabile in *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corporation*, in cui alcune condotte di comunicazione – ad oggetto informazioni materiali – vengono qualificate quali *insider trading*, mentre altre – relative ad informazioni non materiali o comunque già pubblicamente disponibili – sono ritenute lecite.

non pubbliche e materiali a certi specifici soggetti sia accompagnata da un'analoga divulgazione al mercato<sup>49</sup>; dall'altra, invece, dispone che “is not prohibited from disclosing a nonmaterial piece of information to an analyst, even if, unbeknownst to the issuer, that piece helps the analyst complete a ‘mosaic’ of information that, *taken together*, is material” (corsivo aggiunto). Viene, in altre parole, scisso il concetto di MNPI, individuando una categoria particolare di informazioni che sono non pubbliche – integrando così solo uno dei requisiti delle MNPI – ma non materiali.

Concentrarsi sulla nozione di *materiality* consente di porre – ancora una volta – al centro dell'attenzione la figura dell'investitore ragionevole. Una pratica di dominio esclusivo di investitori sofisticati – o, se non investitori, comunque soggetti con competenze superiori alla media quali gli analisti finanziari – è lecita o illecita sulla base di un concetto che pone al centro dell'attenzione l'investitore ragionevole<sup>50</sup>. Infatti, per dirla con la SEC “since materiality is an objective test<sup>51</sup> keyed to the reasonable investor, Regulation FD will not be implicated where an issuer discloses immaterial information whose significance is discerned by the analyst”.

Non a caso, infatti, anche la dottrina si sofferma proprio sulla nozione di investitore ragionevole per ricavare le conseguenze giuridiche del metodo del mosaico. Alcuni autori enfatizzano il merito di chi, analizzando informazioni *ex se* non materiali, è capace di giungere ad una conclusione materiale, dimostrando così un livello di conoscenze superiore

---

<sup>49</sup> La SEC spiega che “[m]any issuers are disclosing important nonpublic information, such as advance warnings of earnings results, to securities analysts or selected institutional investors or both, before making full disclosure of the same information to the general public. Where this has happened, those who were privy to the information beforehand were able to make a profit or avoid a loss at the expense of those kept in the dark”.

<sup>50</sup> Le incertezze causate dall'ennesimo ancorarsi al *test* dell'investitore ragionevole sono richiamate con rassegnazione da J.P. JENNINGS, *Regulation FD: SEC Reestablishes Enforcement Capabilities Over Selective Disclosure*, in *St. Mary's Law Journal*, 2001, Vol. 32, No. 3, pp. 543-610. Non bisogna, d'altronde, nemmeno trascurare che, oltre allo *standard* dell'investitore ragionevole, anche il requisito di pubblicità in questo caso assume straordinaria rilevanza. Per un'attenzione particolare al carattere non pubblico dell'informazione nell'ambito della teoria del mosaico, cfr. A.S. DAVIDOWITZ, *Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It*, cit. alla nota 9, pp. 295 ss. L'autore suggerisce di astenersi *in toto* dal metodo del mosaico, in particolare perché (pp. 295-96) “it is not clear that this mode of securities analysis is in fact permissible due to the expansive meaning that courts have given to the term ‘nonpublic information’”; il consiglio è chiaro (p. 299): “securities analysts should think twice before engaging in the mosaic theory”.

<sup>51</sup> Che il *test* dell'investitore ragionevole abbia carattere obiettivo viene ricordato di frequente e dalla giurisprudenza e dalla dottrina (v. anche *infra*, Capitolo Terzo, §2.4 con riferimento al primo procedimento ad oggetto una condotta di *shadow trading*). Anche nel corso del presente lavoro si è tentato di mantenere ferma questa concezione dello *standard*. Infatti, pur con tutte le incertezze su come debba interpretarsi la clausola dell'investitore ragionevole, si è radicalmente esclusa quella che intende identificare il suo referente naturalistico in quel determinato investitore di quella determinata fattispecie: v. *supra*, Capitolo Secondo, § 1.2.

a quelle dell'investitore ragionevole<sup>52</sup>. È evidente che un siffatto ragionamento – oltre a ricordare la disomogeneità degli attori di mercato – assume a premessa l'identificazione dello *standard* soggettivo con un operatore non sofisticato, ma anzi con un agente del mercato quanto meno di medie conoscenze, incapace di dedurre da singoli dati conoscitivi la significatività di una macro-informazione. A dire il vero, sembra che in tale circostanza non siano tanto particolari categorie di investitori ad essere discriminanti quanto piuttosto il pregresso bagaglio conoscitivo<sup>53</sup>.

Almeno da questo punto di vista, concorde parrebbe essere la stessa SEC, nel momento in cui afferma, come appena accennato, che il *test* dell'investitore ragionevole non è soddisfatto nel momento in cui viene creato un mosaico di informazioni singolarmente non materiali. Sembra, in altre parole, distinguersi la figura dell'investitore ragionevole da quella dell'analista finanziario *naturaliter* più competente. Se, certamente, la teoria del mosaico rileva tradizionalmente con riferimento proprio al lavoro degli analisti finanziari – tant'è che spesso è stata giustificata l'esclusione dall'applicazione del divieto di *insider trading* ricordando la loro fondamentale contribuzione all'efficienza del mercato – rimane pur sempre vero che tale pratica possa essere compiuta anche da un investitore sufficientemente capace. Di conseguenza, il distinguo non è (tanto) tra un investitore ragionevole – comunque lo si voglia intendere – ed un analista finanziario, quanto (soprattutto) tra un investitore medio ed uno esperto.

---

<sup>52</sup> Per la disamina dell'orientamento da parte di uno dei suoi sostenitori più autorevoli, cfr. D.C. LANGEVOORT, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Clark Boardman Callaghan, 2015, §5.4, pp. 19 ss. che afferma: “because of the person’s unique expertise and research [...] he should not be precluded from trading, for though the information was material to him, it was *non material to the “reasonable” investor* in the marketplace” (corsivo aggiunto). Per una posizione antitetica, cfr. A.S. DAVIDOWITZ, *Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It*, cit. alla nota 9, p. 302 che vede un'irragionevole disparità di trattamento nel *favor* mostrato dalla giurisprudenza, mediante la teoria del mosaico, nei confronti dell'analista esperto rispetto all'investitore medio. Infatti: “analysts were afforded an advantage over the *average investor* by obtaining such information. And it was this advantage that made the mosaic theory of securities analysis unlawful under insider trading law” (corsivo aggiunto).

<sup>53</sup> Si potrebbe immaginare, per esempio, che il paradigma dell'investitore ragionevole venga interpretato come operatore sofisticato e non – come parrebbe accadere in questo caso – quale agente medio di mercato. Anche in questo caso, comunque, manterrebbe rilevanza quell'ineliminabile disomogeneità degli investitori già di frequente ricordata. Gli investitori sofisticati *non* hanno – per il solo fatto di possedere superiori competenze finanziarie – sempre accesso alle *medesime* informazioni. Da una parte, può capitare che un singolo investitore ritenga importante il dato conoscitivo x perché, combinato con quanto *già prima* conosciuto in vario modo, permette di raggiungere una conclusione significativa; dall'altra, quello stesso dato x potrebbe, invece, *non* destare l'attenzione di un secondo investitore che, per quanto magari anche sofisticato, *non* è a conoscenza delle altre notizie necessarie per disporre di un'informazione finale significativa.

In conclusione, potrebbe apparire *prima facie* paradossale che una condotta realizzabile soltanto da soggetti con competenze finanziarie superiori alla media sia regolata da una disciplina giuridica basata sulla figura dell'investitore ragionevole. L'ambiguità, tuttavia, è solo apparente.

Infatti, potrebbero emergere delle incertezze sul punto qualora si prediligesse l'interpretazione dell'investitore ragionevole come operatore sofisticato<sup>54</sup>. In tale caso, la conclusione – effettivamente paradossale – sarebbe la tappa finale del seguente ragionamento: l'investitore ragionevole è un operatore sofisticato di mercato; in una determinata fattispecie un investitore – sofisticato – tiene una certa condotta; tale condotta non rientra nel campo di applicazione del divieto di *insider trading* perché non è soddisfatto il requisito dell'investitore ragionevole.

Tuttavia, il ragionamento non risulta incoerente perché va ricostruito in un modo differente. Infatti, l'ordinamento giuridico statunitense sembra operare nel modo seguente: l'investitore ragionevole incarna un agente medio di mercato<sup>55</sup>; in una determinata fattispecie è un investitore sofisticato a tenere una certa condotta; tale condotta non rientra nel divieto di *insider trading* perché tenuta da un soggetto dalle competenze superiori di quelle dell'investitore ragionevole e che, pertanto, *non* va identificato con esso.

L'ambiguità derivante dall'adottare lo *standard* dell'investitore ragionevole non parrebbe, almeno nel contesto della teoria del mosaico, creare quindi particolari incertezze. È vero che individuare l'investitore ragionevole in quello di medie competenze reca con sé in ogni caso tutta una serie di evidenti incertezze – già *supra* accennate<sup>56</sup> – ma è in ogni caso rassicurante che una precisa e specifica concretizzazione dello *standard* sia stata finalmente raggiunta, anche se in un ambito particolarmente circoscritto.

Non deve, infine, essere trascurato che un'ulteriore particolarità della teoria del mosaico consiste nel non considerare sufficiente, perché una condotta *non* sia ritenuta illecita, che una certa informazione sia immateriale. Se rispetto al generale divieto di *insider trading* la materialità assume un carattere di centrale rilevanza – non essendo vietata la condotta dell'*insider* che investe sulla base di un'informazione sì non pubblica ma comunque non

---

<sup>54</sup> Sull'identificazione dell'investitore ragionevole con quello sofisticato, v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.4.

<sup>55</sup> Sull'identificazione dell'investitore ragionevole con l'agente medio di mercato, v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.3.

<sup>56</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.3.

materiale<sup>57</sup> –, una condanna per *tipping* può sussistere anche se oggetto della comunicazione è un dato conoscitivo non *material*. In altre parole, e apparentemente raggiungendo un'assurda incongruenza, comunicare un'informazione non pubblica e *non* materiale è illecito perché trattasi di divulgazione selettiva di un'informazione non pubblica ma – ed ecco il paradosso – materiale.

L'orientamento prevalente in letteratura, infatti, sostiene che l'*insider* autore di una comunicazione non materiale violi la disciplina anti-*insider trading* – al netto, ovviamente, degli ulteriori requisiti statuiti in *Dirks*<sup>58</sup> – qualora sappia, o non possa non sapere, che quello specifico elemento conoscitivo divulgato completerà in capo al ricevente un mosaico tale da assumere, nel suo complesso, il carattere di materialità<sup>59</sup>.

A tale riguardo, se il compito dell'interprete non è affatto complicato allorché le *altre* informazioni siano pubblicamente disponibili – potendo sapere l'*insider* che un certo mosaico verrà imbastito da un investitore esperto –, le estreme incertezze sorgono quando le altre informazioni non sono disponibili nel mercato<sup>60</sup>. Al fine di comprendere se una certa informazione sia idonea a creare un mosaico, ciò che l'interprete deve per necessità prendere in considerazione – dalla prospettiva specifica del *tipper*<sup>61</sup> – è qui, pertanto, il previo

---

<sup>57</sup> P.J. HENNING, *What's so Bad About Insider Trading Law*, in *The Business Lawyer*, 2015, Vol. 70, No. 3, p. 759: “[s]ome transactions that can resemble insider trading, in fact, do not violate the law because at least one of the essential requirements is missing”. L'autore fornisce alcuni casi esemplificativi nelle pagine successive.

<sup>58</sup> Nella pronuncia, infatti, la Corte Suprema individua tre requisiti perché una comunicazione di MNPI sia qualificabile quale condotta illecita: il *tipper* deve violare un dovere fiduciario; il *tippee* deve sapere, o dovrebbe sapere, che la divulgazione avrebbe comportato la violazione di un dovere fiduciario; il *tipper* deve ricevere un beneficio personale come contropartita dell'informazione comunicata. Per un'analisi di ogni requisito, e delle incertezze che hanno suscitato negli anni successivi, cfr. J.C. COFFEE, *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, in *Columbia Law and Economics*, Working Paper No. 439, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2221475>.

<sup>59</sup> Cfr. A. HORWICH, *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?*, cit. alla nota 31, pp. 143 ss.

<sup>60</sup> *Ibidem*, pp. 145 ss. L'autore, per illustrare la propria tesi, propone un esempio del tutto realistico. Bill, amministratore delegato della società X, comunica ad Alex, analista finanziario, che nel giorno Z non potrà giocare a golf, dovendo recarsi in una certa, sperduta località. Qui ha sede un grande emittente Y che ha recentemente dichiarato di voler acquisire società impegnate nel settore di *software* per computer. Se l'informazione oggetto di comunicazione – l'impossibilità di giocare a golf perché obbligato in una certa località – non è pubblica né materiale, l'analista è tuttavia ben capace di combinare tutti quanti gli elementi informativi, e pubblici e privati, per poter dedurre che l'incontro sia orientato a discutere di un'eventuale acquisizione – essendo la società Y l'unica ad avere sede in quella località – con i relativi risvolti in termini finanziari. Dato che Bill sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che informare Alex gli avrebbe permesso di costruire un mosaico informativo materiale, la comunicazione deve – a detta dell'autore – essere qualificata come illecita. L'importanza dell'elemento soggettivo nella teoria del mosaico è evocata anche da J.P. JENNINGS, *Regulation FD: SEC Reestablishes Enforcement Capabilities over Selective Disclosure*, cit. alla nota 50, pp. 579 ss.

<sup>61</sup> Non è vano sottolineare che la prospettiva da adottare – nella valutazione su quanto venga *ora* comunicato sia idoneo a creare una conclusione materiale se coniugato con quanto *prima* conosciuto – sia quella del *tipper*.

bagaglio informativo di chi riceve l'informazione. Si frammentano, così, gli effetti giuridici a seconda del tipo di *tippee* – *i. e.* il destinatario della notizia comunicata<sup>62</sup>.

Da qualche anno a questa parte, tuttavia, l'applicazione della teoria del mosaico sembra diminuire in misura consistente. Oltre a subire critiche da parte della dottrina<sup>63</sup>, questa costruzione giuridica pare stia subendo gli effetti della rinnovata volontà, successiva alla crisi finanziaria del 2008, di sanzionare con maggior vigore le condotte ritenute idonee a ledere la fiducia nei mercati finanziari<sup>64</sup>. Non bisogna, tuttavia, credere in un suo abbandono definitivo da parte della giurisprudenza. Molto più semplicemente, infatti, l'evocazione, da parte degli avvocati di difesa, della *mosaic theory* è spesso pretesto per tentare di esentare una condotta che, ad un accertamento maggiormente preciso, si palesa tuttavia come classico *insider trading*<sup>65</sup>.

Abbandonare del tutto la teoria del mosaico sarebbe, infatti, eccessivamente irragionevole a fronte della necessaria tutela che deve essere accordata – oltre che ad investitori

---

Infatti, eventuali comportamenti elusivi parrebbero, altrimenti, di facile applicazione. Sarebbe, cioè, sufficiente che una certa informazione *ex se* significativa venisse frammentata in una pluralità di dati conoscitivi *ex se* non rilevanti al solo fine di non rientrare nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*. Si noti che un simile pericolo di elusione è stato oggetto di attenzione da parte della SEC, *v. supra* Capitolo Terzo alla nota 47. Per un approfondimento del concetto giuridico di elusione, *v. infra*, Capitolo Terzo, §2.2.

<sup>62</sup> Qui, ancora una volta, si palesa l'ennesima incertezza in ordine all'interpretazione dello *standard* dell'investitore ragionevole. È stato appena ricordato che la SEC pare, con la redazione del *Regulation FD*, distinguere l'investitore ragionevole da quello esperto, quest'ultimo capace di creare mosaici di informazioni complessi. Ora, invece, la letteratura sottolinea che il *discrimen* – tra una condotta di *tipping* illecita ed una lecita – sia la consapevolezza, da parte dell'*insider*, che l'informazione comunicata inciderà o meno su un potenziale ed eventuale mosaico. Se soltanto un investitore esperto è capace di creare un mosaico, allora l'*insider* dovrà qui, come appena accennato nel testo, adottare la prospettiva proprio di quell'investitore esperto. Il *test* dell'investitore ragionevole, in altre parole, non soltanto è di incerta interpretazione, ma, ulteriormente, a seconda delle caratteristiche particolari del contesto viene proposta una distinta concezione esegetica. La clausola generale, in altre parole, non consente soltanto un'intrinseca potenzialità evolutiva da una prospettiva diacronica, ma anche secondo un approccio sincronico.

<sup>63</sup> Cfr. A.S. DAVIDOWITZ, *Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It*, cit. alla nota 9, pp. 300 ss. L'autore propone l'abbandono definitivo della teoria del mosaico, obiettivo raggiungibile – a sua detta – con due distinti metodi: da una parte, incrementando l'importanza dei cd. *confidentiality agreement*, agendo, pertanto, nella sfera degli emittenti; dall'altra, vietando agli analisti finanziari di cercare informazioni dagli *insider*.

<sup>64</sup> Tendenza notata anche dal giornalismo, *cfr.* per esempio M. VALSANIA, *Affondo Usa sull'insider trading: in sette anni, 91 condanne, Il sole 24 Ore*, 1 giugno 2016. Per un'analisi di quella che è stata definita una "crociata contro l'*insider trading*", *cfr.* J.S. COLESANTI, *Wall Street as Yossarian: The Other Effects of the Rajaratnam Insider Trading Conviction*, in *Hofstra Law Review*, 2012, Vol. 40, pp. 101-24.

<sup>65</sup> Come nel caso della condanna di Raj Rajaratnam che, a fronte di difese che invocavano l'applicazione della teoria del mosaico, i giudici accertano, semplicemente, la comunicazione illecita di informazioni non pubbliche e materiali, rientrando la fattispecie nel campo di operatività del tradizionale divieto di *insider trading*. Per una disamina della complessa controversia, *cfr.* B.J. BONDI – S.D. LOFCHIE, *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, in *New York University Journal of Law and Business*, 2012, Vol. 8, pp. 151-201.

particolarmente capaci – in particolare agli analisti finanziari, capaci così di contribuire ad una maggior efficienza del mercato<sup>66</sup>.

§1.4. *La teoria del mosaico nell'ordinamento dell'Unione Europea: una disciplina dal carattere incompleto e incerto*

§1.4.1. *La necessità della teoria del mosaico e la debolezza normativa del considerando n. 28 MAR*

La teoria del mosaico si mostra, con riferimento alla disciplina anti-*insider trading*, come una delle principali differenze fra l'ordinamento statunitense e quello dell'Unione Europea<sup>67</sup>. Il MAR impone, come principio generale, un divieto assoluto di sfruttamento di informazioni privilegiate. Non è necessario, cioè, che sussista la violazione di un dovere fiduciario – nei confronti dell'azionista (*classical theory*) o della fonte della notizia (*misappropriation theory*)<sup>68</sup> – né che, in caso di comunicazione di un'informazione, siano soddisfatti i requisiti stabiliti nella sentenza *Dirks*.

Il divieto è imposto dall'art. 8 MAR e di particolare rilevanza è il suo paragrafo 4, secondo cui il divieto di abuso di informazioni privilegiate “si applica anche a qualsiasi persona che possiede informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle di cui al primo comma, quando detta persona sa o dovrebbe sapere che si tratta di informazioni privilegiate”. In questo modo, il divieto si estende anche nei confronti di quei soggetti (cd. *insider* secondari) che non ricoprono posizioni interne alle società quotate<sup>69</sup>.

---

<sup>66</sup> *Ibidem*, pp. 301 ss. che, pur avanzando delle proposte *de iure condendo*, ammette che ad un superamento della teoria del mosaico seguirebbero inevitabili intense resistenze. Sull'importanza degli analisti ai fini dell'efficienza del mercato, cfr. Z. GOSHEN – G. PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke Law Journal*, 2006, Vol. 55, No. 4, pp. 711-82.

<sup>67</sup> Ad evidenziarlo è, per esempio, M. KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, Vol. 18, No. 1, pp. 108 ss.

<sup>68</sup> Che non sia necessaria la violazione di un dovere fiduciario perché una condotta di *insider trading* venga qualificata come illecita sarà di particolare rilevanza nello studio dello *shadow trading*: v. *infra*, Capitolo Terzo, §2.5).

<sup>69</sup> Sia detto qui per inciso, soltanto di recente il legislatore italiano ha (re)introdotta – per effetto dell'art. 26 comma 1 lettera c) della legge 238/2021 – la penalizzazione dell'*insider* secondario. L'attuale art. 184 comma 3 TUF, infatti, recita: “fuori dai casi di concorso nei reati di cui ai commi 1 e 2, è punito con la reclusione da un anno a sei mesi a dieci anni e con la multa da euro ventimila a euro due milioni e cinquecentomila chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate per ragioni diverse da quelle indicate ai commi 1 e 2 [che non sia, cioè, *insider* primario ovvero *criminal insider*] e conoscendo il carattere privilegiato di tali informazioni, commette taluno dei fatti di cui al comma 1 [*insider trading*, *tipping* e *tuyautage*]”. Si ricordi che la storia dell'apparato sanzionatorio predisposto per l'*insider* secondario è stata tortuosa e travagliata: inizialmente prevista la sanzione penale, essa è stata abrogata – rimanendo la sola sanzione di tipo amministrativo – dalla legge 62/2005 di recepimento della Direttiva 2003/6/CE (cd. MAD); la mancata penalizzazione dell'*insider* secondario – imposta invece dalla Direttiva (UE) 2014/57 (cd. MAD II) ex art. 3 paragrafo 3 – aveva, tra l'altro,

L'art. 8 MAR si configura pertanto come una cd. *catch-all prohibition*<sup>70</sup>, talmente ampia in quanto a campo di applicazione da disincentivare – *i. e.* causare un *chilling effect*<sup>71</sup> per – la ricerca delle informazioni su un certo emittente, attività di evidente rilievo sociale per tutto il mercato. Il rischio principale sarebbe, in altre parole, attentare ad una maggior efficienza dei mercati finanziari<sup>72</sup>.

Si potrebbe obiettare che in un ordinamento informato ad un principio di divulgazione continua ed obbligatoria – come quello dell'Unione Europea – non vi è alcuna ragione per tutelare chi risulta in grado di creare mosaici materiali a partire da una pluralità di informazioni distinte. A ben vedere, tuttavia, l'esigenza di una tale protezione emerge anche nel contesto europeo.

In primo luogo, è più che fattibile che le informazioni oggetto di divulgazione non siano *ex se* materiali – per quanto l'art. 17 MAR imponga di comunicare al mercato soltanto quelle privilegiate e, quindi, anche materiali –, potendo esse acquisire tale carattere soltanto una volta inserite in un quadro più articolato.

In secondo luogo, l'istituto della divulgazione obbligatoria è talvolta ritenuto insufficiente a garantire uno spettro completo delle informazioni capaci di riflettere il valore di un certo emittente: da una prospettiva patologica, le società quotate potrebbero, ovviamente, non

---

dato causa alla procedura di infrazione n. 2019/2130. Su tali ultime evoluzioni normative, cfr. G. MARTIELLO, *Il "ravvedimento comunitario" del legislatore nazionale in materia di repressione degli "abusi di mercato": prime note di commento all'art. 26 della legge n. 238/2021 ("legge europea 2019-2020")*, in *Legislazione Penale*, 2022, fasc. 2, pp. 246-61; sulla figura dell'*insider* secondario alla luce dell'ordinamento italiano, cfr. M. SACCHETTI, *Evoluzione dell'"insider trading" secondario: profili distintivi e sistematici alla luce della pronuncia della Cassazione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2021, fasc. 2, pp. 206-21.

<sup>70</sup> Con questa espressione si intende una previsione – in questo caso normativa – idonea a ricomprendere nel proprio campo di applicazione una miriade di situazioni distinte fra loro. Sia qui detto per inciso, nell'ordinamento statunitense la Section 10(b) del Securities Exchange Act è da decenni indicata proprio come una *catch-all provision*. Infatti, in mancanza di una normativa specifica che imponga un divieto di *insider trading* – e in attesa dell'*Insider Trading Prohibition Act* –, tale disposizione ha consentito di qualificare quest'ultima condotta come illecita; per esempio, I. ANABTAWI, *Toward a Definition of Insider Trading*, in *Stanford Law Review*, 1989, Vol. 41, No. 2, p. 381: “implemented by the Rule 10b-5, this section [Section 10(b)] is the general “catch-all” prohibition of fraudulent activity under which insider trading cases are most often brought”. In giurisprudenza, per esempio, cfr. *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6, 10 n.7 (1971), secondo cui “we believe that section 10(b) and Rule 10b-5 prohibit *all fraudulent schemes* in connection with the purchase or sale of securities, whether the artifices employed involve a garden type variety of fraud, or present a unique form of deception. Novel or atypical methods *should not provide immunity from the securities laws*” (corsivo aggiunto).

<sup>71</sup> Per *chilling effect* si intende la ritrosia ad esercitare un diritto di cui un soggetto è titolare per il timore delle conseguenze in termini giuridici; cfr. J. PENNEY, *Understanding Chilling Effect*, in *Minnesota Law Review*, 2022, Vol. 106, pp. 1451-1530.

<sup>72</sup> Per l'illustrazione dei rischi di una tale amplissima portata applicativa del divieto *ex art. 8 MAR*, cfr. S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, in *European Company and Financial Law Review*, 2016, Vol. 13, No. 4, pp. 631-64.

rispettare l'obbligo *ex art. 17 MAR*; da una prospettiva fisiologica, alcune delle informazioni attinenti al valore di un emittente diventano rilevanti soltanto in quanto prodotto genuino dell'analisi accorta e dettagliata di una miriade di informazioni pubblicamente disponibili<sup>73</sup>. In terzo ed ultimo luogo, non tutte quante le informazioni attinenti al valore di un dato emittente devono essere oggetto di divulgazione continua ed obbligatoria. L'art. 17 MAR, infatti, impone la divulgazione non di tutte le informazioni privilegiate, bensì soltanto di quelle che "riguardano direttamente detto emittente" (cd. *corporate information*), con tutte le difficoltà interpretative su che cosa debba intendersi per tali dati conoscitivi<sup>74</sup>. L'art. 7 MAR, invece, prevede una definizione più ampia di "informazioni privilegiate", comprendendo quelle informazioni che – oltre a soddisfare il requisito di precisione, di non pubblicità e di *price-sensitivity* – concernono "direttamente o indirettamente [cd. *market information*] uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari" (corsivo aggiunto)<sup>75</sup>.

Un mosaico, orientato ad una ponderata decisione di investimento, potrebbe difatti comprendere sia informazioni afferenti direttamente a un emittente – pubblicamente disponibili sul mercato perché oggetto di divulgazione obbligatoria – sia informazioni riferite indirettamente ad un emittente – comunque idonee a riflettere l'obiettivo valore di una data società quotata (si pensi, per esempio, all'innovazione tecnologica di un emittente idonea a rendere obsolete le tecniche usate dai concorrenti)<sup>76</sup>.

*A fortiori* è concreta la possibilità di un siffatto assemblaggio se si ricorda che il legislatore dell'Unione Europea – nel considerando n. 14 MAR – presume gli investimenti

---

<sup>73</sup> *Ibidem*, p. 646 ss.

<sup>74</sup> A ricordare la difficoltà di comprendere quando una certa informazione sia *direttamente* inerente ad un dato emittente è M. GARGANTINI, *The European Regulation of Securities Exchanges. Regulated Markets in a Evolving Technological and Legal Context*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 81 ss. L'autore (p. 82) traccia tra l'altro un interessante parallelismo con l'art. 263 paragrafo 4 TFUE, il quale recita: "qualsiasi persona fisica o giuridica può proporre, alle condizioni previste al primo e secondo comma, un ricorso contro gli atti adottati nei suoi confronti o che la *riguardano direttamente* e individualmente, e contro gli atti regolamentari che la *riguardano direttamente* e che non comportano alcuna misura d'esecuzione" (corsivo aggiunto). In questo modo, l'autore afferma: "the case law has hitherto fallen short of providing clear guidance on the criteria to adopt in the determination of locus standing based on direct concern, and it comes as no surprise that the interpretation of Article 17 MAR has not performed better". Per una disamina del tormentatissimo art. 263 paragrafo 4 TFUE, cfr. R. ADAM – A. TIZZANO, *Manuale di diritto dell'Unione Europea*, Torino, Giappichelli, 2017, Seconda Edizione, pp. 295 ss.

<sup>75</sup> Sulla distinzione tra *corporate information* e *market information*, nella dottrina statunitense, cfr. R.S. KARMEL, *The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibition Against Insider Trading: Why a Property Right Theory of Inside Information is Untenable*, in *Brooklyn Law Review*, 1993, Vol. 59, pp. 154 ss.; nel contesto dottrinario europeo, cfr. C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Rivista delle Società*, 2009, fasc. 4, pp. 792 ss.

<sup>76</sup> L'esempio è proposto da A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, Terza edizione, pp. 107 ss.

dell'investitore ragionevole fondati su una valutazione contestuale delle variabili di mercato, comprendendo esplicitamente, pertanto, proprio le *market information*. Senza costanti e accurati sforzi di ricerca degli investitori, una reale fotografia del valore dell'emittente rimarrebbe di frequente una mera utopia, diminuendo di conseguenza il grado di efficienza del mercato nel suo ruolo di allocazione delle risorse<sup>77</sup>.

Ancora, la consapevolezza della possibilità di un accorpamento accurato di distinti dati conoscitivi emerge dall'art. 7 paragrafo 4 MAR, là dove si dispone che il requisito di significatività caratterizzata quell'informazione "che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come *uno degli elementi* su cui basare le proprie decisioni di investimento"<sup>78</sup>. La lettera della legge suggerirebbe, da una parte, come un'operazione finanziaria sia ragionevole soltanto ove frutto della consapevolezza che *una sola* informazione non è sufficiente ad una valutazione ponderata; dall'altra, si coglierebbe una strategia di investimento più diffusa tra gli operatori professionali – o comunque caratterizzati da un livello non minimo di competenze finanziarie – che tra quelli al dettaglio. Infine, la cognizione, da parte del legislatore dell'Unione Europea, che la significatività può raggiungersi coniugando distinti e singoli dati conoscitivi affiora ulteriormente anche analizzando l'art. 7 paragrafo 2 MAR. Tale articolo, infatti, qualifica come precisa anche quell'informazione che faccia "riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi"<sup>79</sup>.

Anche nel contesto europeo, pertanto, sorge la necessità di regolare in qualche modo quella situazione etichettata – ricalcando l'espressione statunitense – come teoria del mosaico. Ad

---

<sup>77</sup> La diffusione di informazioni permette infatti, sfruttando l'efficienza informativa dei mercati, di ottenere prezzi degli strumenti finanziari più corretti. Il ruolo di chi è capace di combinare più informazioni insieme assume, pertanto, carattere fondamentale; cfr. M.B. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in *Columbia Law Review*, 2009, Vol. 109, No. 2, pp. 252 ss.

<sup>78</sup> Questa statuizione, non a caso, è già stata ricordata *supra* ricordata (v. Capitolo Secondo, §1.4) come potenziale argomento a sostegno dell'interpretazione della figura dell'investitore ragionevole come operatore sofisticato di mercato. La capacità di assemblare più informazioni sarebbe, in altre parole, considerata capacità quasi esclusiva degli investitori professionali. Per una critica all'espressione "uno degli elementi", cfr. E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappichelli, 2012 pp. 104 ss. L'autore, in particolare, palesa il timore che "tale nozione finisca per abbracciare anche elementi secondari o marginali".

<sup>79</sup> Per amore di sistematicità, si ricordi che l'art. 7 paragrafo 2 MAR – laddove, come appena accennato, qualifica precisa anche quell'informazione che faccia riferimento ad una serie di circostanze – è stato già citato come argomento di carattere strettamente letterale a sostegno dell'interpretazione dell'investitore ragionevole quale operatore sofisticato (v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.4).

adempiere a tale delicato, ma fondamentale, compito parrebbe essere il considerando n. 28 MAR<sup>80</sup>.

Il considerando, infatti, recita: “non dovrebbero essere considerate informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni basate su dati di dominio pubblico e il semplice fatto che un’operazione sia effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe pertanto essere considerata un’utilizzazione di informazioni privilegiate”.

Il considerando pare consentire, pertanto, il libero sfruttamento in quelle (superiori) capacità consistenti nell’individuazione di una pluralità di fonti differenti da cui estrarre complesse informazioni idonee a dipingere, in modo maggiormente attendibile, il valore fondamentale degli emittenti. Anche il legislatore dell’Unione Europea, in questo modo, avrebbe deciso di guardare con favore a quell’abilità di battere il mercato mostrata da chi è capace, mediante una pluralità di informazioni, di creare mosaici materiali<sup>81</sup>.

Ad uno sguardo più attento, tuttavia, si palesano importanti differenze tra la disciplina statunitense, da una parte, e quella dell’Unione Europea dall’altra. Il risultato di tali divergenze risulta essere un’applicazione oggettiva, nel contesto europeo, di gran lunga inferiore rispetto all’ordinamento degli Stati Uniti d’America.

Il primo elemento di (potenziale) debolezza sta direttamente nella fonte che prevede il *safe harbor* in analisi. Se nell’ordinamento statunitense la teoria del mosaico ha subito l’avallo da parte di una pluralità di autorità – la Corte Suprema e la SEC *in primis*, seguite poi, più o meno univocamente, dalle corti inferiori secondo il principio dello *stare decisis* verticale –,

---

<sup>80</sup> L’importanza del considerando n. 28 ai fini della teoria del mosaico nell’ordinamento dell’Unione Europea è evidenziata da M. KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, cit. alla nota 67, pp. 127 ss.

<sup>81</sup> Si ricordi che, tradizionalmente, battere il mercato è ritenuto giusto se è il risultato di capacità tecnologiche avanzate, di abilità finanziarie superiori alla media ovvero se, semplicemente, frutto della mera fortuna. Non è ammesso, perché ritenuto intrinsecamente ingiusto, profittare di una superiorità informativa dovuta alla posizione lavorativa ricoperta. Cfr. I. AYRES – S. CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in *Michigan Law Review*, 2002, Vol. 101, No. 2, pp. 399 ss. che, tra l’altro, citano l’esempio di Warren Buffet come paradigma di un’abilità straordinaria nel riconoscere il valore obiettivo di un determinato emittente. È unanime, in sintesi, considerare i guadagni ottenuti in tali modi del tutto meritati, emergendo quell’etica puritana della ricchezza che pare essere una delle *rationes* del divieto di *insider trading*; nella dottrina statunitense, cfr. J. MOORE, *What Is Really Unethical about Insider Trading?*, in *Journal of Business Ethics*, 1990, Vol. 9, No. 3, pp. 172 ss. secondo cui “probably the most common reason given for thinking that insider trading is unethical is that it is “unfair””. Tali origini non sono passate inosservate nemmeno per la dottrina italiana: per esempio, C.E. PALIERO, *Sicurezza dei mercati o mercato delle (in)sicurezze? Prove libere di psicopolitica criminale*, in M. DONINI – M. PAVARINI (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, Bononia University Press, 2011, p. 318 ricorda che qualificare come illecito lo sfruttamento di un’ingiusta superiorità informativa trova la sua origine in sentimenti “chiaramente impregnati di un anflatto puritano di schietta origine anglosassone”.

nel contesto europeo la capacità di estrarre conclusioni materiali da distinte informazioni è oggetto di un “semplice” considerando.

Il valore vincolante dei considerando è in parte ambiguo<sup>82</sup> e, comunque, sorgono incertezze su quanto esso possa prevalere, in caso di contrasto, con le disposizioni vere e proprie dell’atto legislativo<sup>83</sup>. I dubbi aumentano poi, se si ricorda che il regolamento è la fonte, tra quelle previste nell’ordinamento dell’Unione Europea, maggiormente rappresentativa della devoluzione di porzioni di sovranità dai singoli Stati alle istituzioni unionali<sup>84</sup>.

Se in dottrina le posizioni sostenute sono delle più varie – essendo state attribuite ai considerando, tra le altre, le funzioni di: dichiarare gli scopi dell’atto normativo<sup>85</sup>, esprimere i compromessi e le mediazioni tra i singoli Stati<sup>86</sup>, dissipare eventuali incertezze<sup>87</sup>, integrare

---

<sup>82</sup> Per un’autorevole ed ampia discussione sul valore giuridico dei considerando, cfr. T. KLIMAS – J. VAICIUKAITE, *The Law of Recitals in European Community Legislation*, in *ILSA Journal of International & Comparative Law*, 2008, Vol. 15, No. 1, pp. 1-33.

<sup>83</sup> *Ibidem*, pp. 23 ss., anche per le numerose opere citate.

<sup>84</sup> Di fondamentale importanza in materia di fonti dell’Unione Europea è l’art. 288 TFUE che, con riferimento al regolamento, recita: “il regolamento ha portata generale. Esso è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri”. Travalicherebbe i naturali confini del presente lavoro ricordare gli effetti straordinari che la fonte del regolamento produce negli ordinamenti nazionali, per esempio riguardo alle conseguenze in caso di contrasto con una normativa interna e ai relativi doveri del giudice comune. Si ricordi, qui, che il legislatore dell’Unione Europea ha deciso di regolare gli abusi di mercato con un regolamento dopo due interventi mediante lo strumento della direttiva (Direttiva 89/592/CEE e Direttiva 2003/6/CE). Tenendo a mente il principio di proporzionalità nel contesto europeo – imposto dall’art. 5 paragrafo 4 TUE, secondo cui “in virtù del principio di proporzionalità, il contenuto e la *forma* dell’azione dell’Unione si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei trattati” (corsivo aggiunto) –, si comprende come la decisione di intervenire con un regolamento sia segno dell’insufficienza della direttiva perché la certezza giuridica sia raggiunta. Il presente lavoro – come tutte le discussioni ancora oggi diffuse in dottrina – dimostra, tuttavia, che non sempre il mezzo legislativo adottato permette di dissipare qualsiasi dubbio interpretativo ed applicativo.

<sup>85</sup> Cfr. T. KLIMAS – J. VAICIUKAITE, *The Law of Recitals in European Community Legislation*, cit. alla nota 64, pp. 27 ss. Gli autori tracciano un parallelismo fra i considerando e l’elemento – essenziale – della causa nel contratto. Pur con le dovute distinzioni, entrambi gli istituti servono, infatti, a delineare lo scopo da raggiungere (cd. obiettiva funzionalità), la cui mancata precisazione rende in principio l’atto adottato invalido. Acquisendo la prospettiva del giurista italiano, due sono gli articoli che rilevano: l’art. 1325 c.c. prevede la causa come uno dei requisiti essenziali del contratto (elementi la cui mancanza, si ricordi, è causa di nullità del contratto come stabilito dall’art. 1418 c.c.); l’art. 296 TFUE paragrafo 2 impone la motivazione per tutti gli atti giuridici, che, ulteriormente, debbono richiamare le “proposte, iniziative, raccomandazioni, richieste o pareri previsti dai trattati”. Soltanto in questo modo si permette al principio di auto-sufficienza dell’atto normativo di divenire realtà. Questa interpretazione dei considerando pare avvalorata da alcune pronunce assai risalenti, per esempio CGCE, sent. 4 luglio 1963, *Federal Republic of Germany v. Commission of the European Economic Community*, C-24/62, ECLI:EU:C:1963:14. Per il ruolo dei considerando – e non solo – nell’identificazione della motivazione degli atti normativi comunitari, cfr. R. ADAM – A. TIZZANO, *Manuale di diritto dell’Unione Europea*, cit. alla nota 74, pp. 168 ss.

<sup>86</sup> Cfr. F. FRACCHIA, *Legistica, AIR e VIR: tecnica legislativa, effetti invalidanti e diritti dei cittadini*, in *Il Diritto dell’Economia*, 2016, fasc. 1, pp. 15 ss. che, comunque, riconosce ai considerando anche una funzione di chiarimento e di enunciazione degli scopi dell’atto normativo.

<sup>87</sup> Tale funzione ha ricevuto l’autorevole avallo delle istituzioni europee: cfr. UE, *Guida pratica comune del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione per la redazione dei testi legislativi dell’Unione Europea*, 2015. L’idoneità dei considerando a chiarificare le incertezze è stata di frequente sfruttata anche dalla

le disposizioni del testo legislativo acquisendone pertanto il medesimo valore giuridico<sup>88</sup> –, anche la CGUE si mostra ondivaga sul ruolo dei considerando nell'interpretazione del diritto europeo. Pur avendo attribuito ai cd. *recital* le funzioni più disparate<sup>89</sup>, la CGUE ha avuto modo di statuire che essi non costituiscono vere e proprie disposizioni legislative, negando quindi un valore equivalente al testo legislativo cui si riferiscono<sup>90</sup>.

Ciò nonostante, i considerando non devono considerarsi del tutto inutili ai fini interpretativi, essendo stati – *de facto* – frequentemente invocati dalla CGUE, nel corso degli ultimi decenni, per la risoluzione delle questioni pregiudiziali sollevate dai giudici nazionali<sup>91</sup>. A maggior ragione è stato notato che, proprio nella disciplina orientata alla repressione degli abusi di mercato, i considerando sono stati più volte usati dalla CGUE come ausilio interpretativo di disposizioni talvolta indeterminate nella loro formulazione<sup>92</sup>.

Non può sostenersi, quindi, un'assoluta invisibilità del considerando n. 28 MAR per l'interprete, anche soppesando la sua estrema rilevanza nel contemperare istanze contrapposte – il merito di profittare di superiori capacità finanziarie e il demerito di sfruttare ingiuste posizioni di vantaggio informativo – che altrimenti non riceverebbero attenzione nel contesto europeo<sup>93</sup>. Essendo particolarmente difficile che la CGUE, qualora si presentasse l'occasione, possa trascurare completamente il considerando n. 28, i giudizi nazionali – invece di concentrare gli sforzi nel giudicare sulla base di interpretazioni teleologiche volte ad una radicalizzazione del principio di parità assoluta delle informazioni (cd. *market egalitarianism*) – hanno il dovere di prestare la giusta attenzione al testo del MAR, non

---

CGUE, per esempio CGCE, sent. 15 maggio 1997, *Moskov AE, v. Ethnikos Organismos Kapnou*, C-244/95, ECLI:EU:C:1997:238.

<sup>88</sup> M.P. CHITI, *Il nuovo Codice dei contratti pubblici. Il sistema delle fonti nella nuova disciplina dei contratti pubblici*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2016, fasc. 4, pp. 438 ss.

<sup>89</sup> Gli esempi sono sterminati. Basti qui ricordare quando la CGUE (allora CGCE) ha affermato, con statuizione avente applicazione generale, che i considerando sono di ausilio fondamentale alla sua funzione nomofilattica; la pronuncia è CGCE, sent. 4 luglio 1963, cit. alla nota 85.

<sup>90</sup> La pronuncia significativa è CGUE, sent. 19 novembre 1998, *Gunnar Nilsson, Per Olov Hagelgren, Solweig Arrborn*, causa C-162/97, ECLI:EU:C:1998:554. Qui la CGUE afferma (punto 54): “a tal riguardo occorre rilevare che il preambolo di un atto comunitario *non ha valore giuridico vincolante e non può essere fatto valere per derogare alle disposizioni stesse dell'atto di cui trattasi*” (corsivo aggiunto).

<sup>91</sup> Cfr. G. BECK, *The Legal Reasoning of the Court of Justice of the EU*, Oxford, Hart, 2012.

<sup>92</sup> S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, cit. alla nota 72, p. 662, nota 84: “the ECJ itself showed to make extensive use of preambles in addressing the interpretative issues raising in the context of market abuse regulation”.

<sup>93</sup> *Ibidem*, pp. 662 ss.

confondendo la condotta di chi beneficia della propria abilità con quella di chi sfrutta un'ingiusta superiorità informativa<sup>94</sup>.

A differenziare in modo addirittura drastico l'ordinamento europeo e quello statunitense – con riferimento alla teoria del mosaico – è l'espressione, contenuta nel considerando n. 28 MAR “dati di dominio pubblico”.

#### §1.4.2. *Il carattere pubblico dell'informazione come differenza discriminante tra ordinamento europeo e statunitense nella teoria del mosaico: un breve excursus*

La disciplina prevista dal considerando n. 28 MAR si applica esclusivamente alle ricerche e valutazioni che si basano su – appunto – “dati di dominio pubblico”. Il carattere pubblico di un dato conoscitivo può certo essere variamente interpretato<sup>95</sup>, ma da esso non si può affatto prescindere.

Mentre la dottrina e la giurisprudenza statunitensi paiono concordi nel sostenere che l'applicazione della *mosaic theory* sia ammessa anche con riferimento a quelle informazioni – *nonpublic* e *immaterial* - la cui fonte è da rinvenire direttamente negli *insider*, al contrario l'ordinamento europeo sembra escludere *in toto* questa possibilità. In altre parole, quell'elemento discriminante che nel contesto europeo è stato individuato nella *materiality*, nel panorama normativo dell'Unione Europea viene identificato con il carattere pubblico dell'informazione. Si prescinde, in questo caso, dalla prospettiva soggettiva dell'investitore ragionevole, tentando di raggiungere una maggior certezza ponendo al centro dell'attenzione dell'interprete il requisito di pubblicità<sup>96</sup>.

Sarebbe sufficiente questa breve, ma dirimente, osservazione a eliminare qualsiasi possibile parallelismo tra i due ordinamenti con riferimento alla teoria del mosaico. Tuttavia, anche nel contesto europeo potrebbe assicurarsi una specifica tutela di quegli investitori particolarmente capaci in termini finanziari, premiando chi riesce ad analizzare variegati dati, *anche se* pubblicamente disponibili sul mercato. Un breve *excursus* sul requisito di

---

<sup>94</sup> *Ibidem*, p. 662. L'autore conclude questo ragionamento affermando che “overall, as a case reaches higher-level courts it appears increasing unlikely that the indications provided for in Preamble 28 will be disregarded”.

<sup>95</sup> V. *infra*, in questa sezione.

<sup>96</sup> L'appena accennato dibattito in ordine a come debba essere interpretato il requisito di pubblicità fa emergere che un'*assoluta* certezza non venga raggiunta nemmeno in questo modo. Pare, tuttavia, che minori siano comunque i dubbi rispetto alla tormentata nozione di investitore ragionevole: una forma di certezza, quanto meno *relativa*, potrebbe effettivamente essere soddisfatta.

pubblicità di un dato conoscitivo ai sensi della disciplina del MAR appare, a tale fine, particolarmente utile.

L'attività di accertamento del carattere pubblico di una certa informazione viene vista talvolta con preoccupato sospetto. Il timore, in altre parole, è che l'ennesima indeterminatezza<sup>97</sup> si risolva in tentativi di interpretazione restrittiva da parte dei giudici nazionali, orientati volutamente ad un'applicazione radicale del principio di parità informativa degli operatori di mercato<sup>98</sup>.

Il MAR più volte prevede, e nei considerando e nelle disposizioni del regolamento, il concetto di pubblicità che, naturalmente, assume centrale rilievo in particolare nell'art. 7 MAR e nell'art. 17 MAR<sup>99</sup>. Due sono i principali orientamenti che si scontrano nel tentare di definire cosa si intenda per "informazione pubblica" (*rectius*: dato di dominio pubblico se oggetto dello studio è il considerando n. 28): quello cd. non sostanziale (*non-substantive*) e quello cd. sostanziale (*substantive*)<sup>100</sup>.

In base al primo orientamento, è sufficiente che una certa informazione sia accessibile liberamente al pubblico di investitori, a qualsiasi categoria essi appartengano<sup>101</sup>. Risulta del

---

<sup>97</sup> Trattasi, in questo caso, di quella forma di indeterminatezza – concernente ogni singola norma dell'ordinamento giuridico – derivante dall'equivocità dei predicati naturali. In questo caso, il predicato (*i.e.* termine o sintagma che si riferisce ad una classe di entità che condividono un certo attributo) è costituito proprio dal carattere di pubblicità; cfr. R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 53 ss. Si ricordi che le ampie analisi di cui *supra* (v. Capitolo Secondo §1.1 ss.) ad oggetto lo *standard* dell'investitore ragionevole non attengono all'indeterminatezza come ora illustrata: tale *standard* si qualifica, come già detto (v. *supra*, Capitolo Primo, §1.2), come clausola generale, la cui interpretazione necessita di un previo giudizio di valore.

<sup>98</sup> Cfr. M. KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, cit. alla nota 67, pp. 128 ss. L'autore (p. 128) afferma: "courts may interpret it [l'espressione "di dominio pubblico"] in a narrow and conservative manner to limit the scope of that requirement in assessing how sufficiently the data on which research and estimates are based are widely disseminated and easily accessible to general investors". Per l'ennesima volta, si palesano i rischi di un'interpretazione teleologica nel contesto europeo, interpretazione che – nel caso della disciplina sugli abusi di mercato – risulta assai frequente: v. *infra*, Capitolo Terzo, §2.3.

<sup>99</sup> L'art. 17 MAR – dopo aver al paragrafo 1 comma 1 imposto l'obbligo di divulgazione "quanto prima possibile" delle informazioni privilegiate "che riguardano direttamente l'emittente" – al comma 2 recita: "l'emittente garantisce che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico e, se del caso, nel meccanismo ufficialmente stabilito di cui all'articolo 21 della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio [...] L'emittente pubblica e conserva sul proprio sito per un periodo di almeno cinque anni tutte le informazioni privilegiate che è tenuto a comunicare al pubblico".

<sup>100</sup> La distinzione, e successive illustrazioni, è richiamata da S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, cit. alla nota 72, pp. 656 ss.

<sup>101</sup> Cfr. J.L. HANSEN, *MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *European Business Law Review*, 2004, Vol. 15, No.2, pp. 194 ss. La visione dell'autore, pur se avente ad oggetto la Direttiva 2003/6/CE, è comunque ancora attuale: l'art. 1 della appena citata direttiva già prevedeva – come d'altronde anche l'art. 1 Direttiva 89/592/CEE – il requisito di pubblicità nella definizione di informazione privilegiata.

tutto irrilevante, da una parte, il grado di sofisticatezza, finanziaria e non, necessaria per conoscere effettivamente il dato conoscitivo – o, meglio, i distinti dati conoscitivi necessari per assemblare il mosaico – e, dall'altra, anche il grado di diffusione della notizia. Un'interpretazione più lassista del requisito sarebbe necessaria perché, altrimenti, si rischierebbe di violare l'efficienza del mercato, nonché di disincentivare la possibilità, per gli operatori professionali, di raccogliere il volume sufficiente di informazioni. Alcune autorità finanziarie, quale quella inglese, sembrano cogliere questi pericoli, prediligendo l'orientamento non sostanziale<sup>102</sup>.

Il secondo orientamento, invece, si mostra immediatamente più severo e rigoroso, imponendo *standard* ben più restrittivi e, quindi, limitando l'applicazione oggettiva del considerando n. 28<sup>103</sup>. Sarebbe necessario, infatti, che il dato conoscitivo sia oggetto di una sufficiente diffusione nel pubblico di investitori: una quantità minima di operatori del mercato devono, infatti, essere a conoscenza dell'informazione perché possa effettivamente considerarsi pubblicamente disponibile.

Il dibattito può essere, almeno con riferimento al considerando n. 28, risolto senza prendere posizione *una tantum*, bensì modulando le interpretazioni del requisito di pubblicità a seconda della categoria di fattispecie da giudicare<sup>104</sup>. L'orientamento più rigoroso potrebbe,

---

<sup>102</sup> *Ibidem*, pp. 195. L'autorità finanziaria inglese, la Financial Conduct Authority, sembra perfettamente conscia di tale rischio. Non a caso, difatti, nel *Code of Market Conduct*, paragrafo 1.2.1.2E elenca degli indicatori che possano essere d'ausilio nel determinare se una certa informazione sia o meno pubblica. Per esempio, è pubblica “whether the information is contained in records which are open to inspection by the public”; “whether the information is otherwise generally available, including through the Internet, or some other publication (including if it is only available on payment of a fee), or is derived from information which has been made public”; o, ancora: “whether the information can be obtained by observation by members of the public without infringing rights or obligations of privacy, property or confidentiality”.

<sup>103</sup> Cfr. M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *Law and Financial Markets Review*, 2008, Vol. 2, pp. 45 ss. L'autore sostiene che sia necessario esaminare “whether a hypothetical counterparty of the transaction is likely to have been acquainted with the information in question”. Dopo aver immaginato che un investitore inglese investa sulla base di informazioni ottenute dalla lettura di un giornale medico brasiliano, applicando il proprio ragionamento, conclude che, in questo caso, “it is not *reasonable* to assume that other traders would have read the Brazilian medical journal” (corsivo aggiunto). L'orientamento in questione è sostenuto anche da gran parte della dottrina statunitense, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to The Insider Trading Research Handbook*, *UCLA School of Law*, 2012, Law-Econ Research Paper No. 12-15, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2141457>. L'autore, nell'affrontare i differenti requisiti che un'informazione deve possedere perché il relativo sfruttamento sia qualificato come illecito *insider trading* – in particolare, pertanto, analizzando la *materiality* e il requisito di non pubblicità – afferma che “[t]he information must have been *widely disseminated* and public investors must have an opportunity to act on it” (corsivo aggiunto). La conclusione del ragionamento è intuibile: “insiders therefore must wait until the news could reasonably be expected to appear over *the major business news wire services*” (corsivo aggiunto).

<sup>104</sup> La proposta è suggerita da S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, cit. alla nota 72, pp. 660 che, infatti, suggerisce l'adozione, non *de iure* bensì *de facto*, di “different notions of inside information for insider and outsider trading cases”.

pertanto, essere applicato a quelle situazioni in cui ad investire sulla base di certe informazioni siano gli *insider*, soggetti per cui è sentita con maggiore enfasi la necessità di prevenire – e, in prospettiva *ex post*, sanzionare – comportamenti opportunistici di sfruttamento di superiorità informative<sup>105</sup>. D’altro canto, invece, l’interpretazione meno severa potrebbe, al contrario, essere seguita rispetto alle fattispecie in cui le informazioni – di cui il carattere pubblico è in discussione – vengono usate, per fondare le proprie decisioni di investimento, da soggetti esterni all’emittente<sup>106</sup>. In questo modo – distinguendo le discipline giuridiche a seconda che ad investire siano, rispettivamente, *insider* o *outsider* – si otterrebbero, tra l’altro, identiche conseguenze giuridiche per le medesime fattispecie sia nel contesto europeo che in quello statunitense<sup>107</sup>.

Pare, in proposito, utile compiere alcune precisazioni. La condotta di abuso di informazioni privilegiate è sanzionata penalmente, secondo quanto disposto – almeno con riferimento all’ordinamento italiano – dall’art. 184 TUF<sup>108</sup>. Il diritto penale, intervenendo drasticamente sulla libertà dei singoli individui, si poggia su alcuni precisi principi generali orientati ad aumentare, in modo ancora più intenso rispetto ad altri settori del diritto, la certezza

---

<sup>105</sup> Si ricordi che per l’ordinamento dell’Unione Europea gli *insider* sono quelli indicati dall’art. 8 MAR. In particolare, il paragrafo 4 dispone: “il presente articolo si applica a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che: a) è membro di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell’emittente o partecipante al mercato al mercato delle quote di emissione; b) è una partecipazione al capitale dell’emittente o un partecipante al mercato delle quote di emissione; c) ha accesso a tali informazioni nell’esercizio di un’occupazione, di una professione o di una funzione; oppure d) è coinvolto in attività criminali”.

<sup>106</sup> Gli *outsider* sarebbero, pertanto, quelli previsti dal già citato art. 8 paragrafo 4 ultimo capoverso. Parrebbe, pertanto, che la differenziazione nel trattamento giuridico tra *insider* e *outsider* si basi – per l’ennesima volta – su una interpretazione di tipo teleologico. Con riferimento agli *insider*, il fine è quello, tradizionale, di punire profitti frutto di un’ingiusta superiorità informativa; con riguardo ai soggetti esterni, al contrario, lo scopo è garantire la tutela dei benefici finanziari realizzati da chi mostra particolari abilità finanziarie.

<sup>107</sup> Si ricordi il dibattito sorto intorno alla pronuncia *SEC. v. Steffes*, dibattito che si è tentato, *supra* alla nota 30, di illustrare brevemente.

<sup>108</sup> A proposito, è bene tracciare un breve quadro dell’apparato sanzionatorio della condotta di abuso delle informazioni privilegiate così come attualmente in vigore. L’intervento repressivo penale è disposto dall’art. 184 comma 1 TUF: è prevista la reclusione da uno a sei anni e la multa da ventimila euro a tre milioni di euro; il comma 4, inoltre, statuisce il potere del giudice di “aumentare fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato” se, in dipendenza di una serie di fattori *ad hoc* elencati (per esempio, l’entità del prodotto e del profitto), “la pena appare inadeguata anche se applicata nel massimo”. L’art. 187-*bis* comma 1 si occupa, invece, delle sanzioni amministrative, consistenti in una “sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro”; così come il comma 3 art. 184 TUF, allo stesso modo il comma 5 art. 187-*bis* dispone la possibilità che anche le sanzioni amministrative pecuniarie siano “aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate” se, rispetto a certi fattori previsti (tra cui quelli inclusi nell’art. 194-*bis* TUF, rubricato “criteri per la determinazione delle sanzioni”), “esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo”. Si aggiungano le sanzioni amministrative accessorie previste dall’art. 187-*quater* (per esempio, la lettera a) statuisce: “l’interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate”) che ricalcano quelle indicate dal legislatore dell’Unione Europea ex art. 30 MAR.

giuridica<sup>109</sup>. Potrebbero, pertanto, sorgere delle serie incertezze su quanto tale massimo livello di certezza possa raggiungersi mediante la appena proposta differenziazione delle conseguenze giuridiche a seconda di *insider* e *outsider*.

Da una parte, una tale distinzione non è prevista direttamente dal legislatore, rischiando in questo modo di coniugare diversamente gli effetti giuridici ledendo il principio di riserva di legge. Dall'altra, potrebbero essere necessari degli interventi maggiormente analitici (*rectius*: che consentano al principio di determinatezza di concretizzarsi) per descrivere a livello normativo la misura di diffusione di un'informazione perché possa considerarsi pubblica. Quest'ultima esigenza pare impellente soprattutto con riferimento all'orientamento cd. sostanziale: precisi chiarimenti di cosa debba intendersi per un'informazione "sufficientemente diffusa" appaiono con ogni evidenza necessari.

Concludendo il ragionamento, vi potrebbe essere un giusto compromesso per permettere il rispetto dei principi supremi del diritto penale, da una parte, e la necessità di garantire l'efficienza dei mercati: in una prospettiva *de iure condendo*, potrebbe essere lo stesso legislatore a introdurre la distinzione così come *supra* proposta.

In conclusione, quanto ampiamente detto a proposito del considerando n. 28 MAR mostra con evidenza che esso, pur affrontando un tema di straordinaria delicatezza ed importanza ai fini dell'efficienza del mercato, non riesce ad assicurare – per l'ennesima volta – quella certezza giuridica che appare invece necessaria.

Si è tentato, qui, di dissipare alcuni dei dubbi gravitanti intorno al considerando – con attenzione particolare all'incertezza del suo valore giuridico, da una parte, e all'ambiguità semantica del carattere pubblico di un'informazione –, tentando di assicurare un *safe harbour* per quegli investitori capaci di assemblare complessi mosaici a partire da informazioni distinte. Rimane, tuttavia, insuperabile la previsione che le informazioni *non* possano trovare la propria fonte negli *insider* degli emittenti.

---

<sup>109</sup> Si pensi, in particolare, a quella serie di sotto-principi ritenuti corollari del principio di legalità: la riserva di legge (*i.e.* né il precetto né la pena possono essere imposti da fonti del diritto che non siano legislative: art. 25 comma 2 Cost., art. 1 comma 1 c.p), l'irretroattività (*i.e.* nessuno può essere punito secondo una legge che, al momento del fatto, non prevedesse questo come reato: art. 25 comma 2 Cost.), la determinatezza (*i.e.* il legislatore ha il dovere di predisporre delle norme penali che siano sufficientemente precise da assicurare ai cittadini la consapevolezza delle conseguenze del proprio agire: implicitamente, art. 25 comma 2 Cost.) e la tassatività (*i.e.* divieto di applicazione analogica di una norma penale a casi *non* espressamente previsti in essa: art. 25 comma 2 Cost. e art. 12 Preleggi). Su tutti questi principi e sotto-principi, cfr. C.F. GROSSO – M. PELISSERO – D. PETRINI – P. PISA, *Manuale di diritto penale*, Milano, Giuffrè, 2017, Seconda Edizione, pp.79 ss.

Qualora l'intento del legislatore europeo fosse stato quello – come pare essere – di garantire una qualche regola particolare per gli investitori esperti, ed in particolare agli analisti finanziari, non ci sono dubbi, tuttavia, che sarebbe stato possibile predisporre a tale scopo una normativa più completa, meno incerta e, infine, forse più permissiva.

## **§2. Lo *shadow trading* come metodo di elusione del divieto di *insider trading*. Un'espansione dei confini tra teoria e applicazione**

### *§2.1. Lo shadow trading: una conseguenza dell'interdipendenza delle società nei mercati finanziari*

La teoria del mosaico appena illustrata mostra come gli odierni mercati finanziari siano materia spesso complessa e articolata, celando dinamiche il più delle volte non lineari e di difficile comprensione<sup>110</sup>.

Naturalmente, l'ontologica complicatezza dei mercati finanziari non si esaurisce nella necessità illustrata di creare complessi mosaici di informazioni distinte. La strategia di investimento denominata *shadow trading* ne è un ulteriore, paradigmatico esempio.

Tradizionalmente, il divieto di *insider trading* ha ad oggetto le condotte di quegli *insider* che, profittando di un vantaggio informativo grazie alla posizione ricoperta in una certa società quotata, investono su strumenti finanziari emessi da quest'ultima.

Lo scenario può, tuttavia, complicarsi enormemente se si considera una seconda, eventuale circostanza. Si immagini che *insider* di una certa società decidano di investire sulla base di informazioni privilegiate *non* riferite all'emittente in cui ricoprono determinati incarichi lavorativi, *bensì* a quelli in qualche modo correlati – *i.e.* che potrebbero presumibilmente risentire di alcuni effetti finanziari data la loro vicinanza economica (imprese cd. *economically linked*). Si può immaginare l'*insider* Tizio il quale venga a conoscenza che la

---

<sup>110</sup> L'estrema complessità dei mercati finanziari è spesso oggetto di analisi anche da parte di studiosi di materie non prettamente economico-giuridiche. Per esempio, i mercati sono talvolta identificati come sistemi caotici "di livello due", sistemi, cioè, che reagiscono alle previsioni che li riguardano, rendendo pressoché impossibile individuare con esattezza quel che può accadere. Se si predisponesse un sistema perfettamente in grado di individuare il prezzo di un dato strumento finanziario in un dato momento, gli investitori reagirebbero di conseguenza, annullando il senso della previsione. Per esempio, a prevedere che il prezzo di domani dello strumento x aumenterà del 10%, i mercati procederanno all'acquisto, causando un incremento magari maggiore di quello auspicato o, comunque, anticipandolo ad oggi. L'identificazione del mercato come sistema caotico di livello 2 è presentata da Y.N. HARARI, *Sapiens. Da animali a dei*, Milano, Bompiani, 2017.

società in cui lavora sta maturando l'interesse di entrare in un certo settore industriale; considerando l'estrema importanza di tale emittente, Tizio decide di vendere – o di vendere allo scoperto<sup>111</sup> – gli strumenti finanziari emessi da una società operante in quello specifico settore, immaginando che quest'ultima risenta negativamente del nuovo concorrente.

Questa strategia di investimento, già denominata “trading in stock substitutes”<sup>112</sup>, è stata recentemente qualificata come *shadow trading*<sup>113</sup>: lo sfruttamento delle informazioni privilegiate avverrebbe, infatti, nell'ombra, evitando di realizzare condotte che, fossero alla luce del sole, rientrerebbero senza alcuna incertezza nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*<sup>114</sup>.

La condotta ora sotto analisi sfrutta, come pare evidente, l'ineliminabile interdipendenza esistente fra le varie società nel mercato.

Nell'analisi della significatività delle informazioni ESG dal punto di vista del loro impatto sui prezzi, è stata infatti posta particolare attenzione sul concetto di rischio sistemico che, per definizione, non può essere del tutto compensato da una pur attenta strategia di diversificazione<sup>115</sup>.

---

<sup>111</sup> La vendita allo scoperto (cd. *short-selling*) si riferisce a quella strategia di investimento che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti al momento di conclusione del contratto. L'operazione finanziaria permette di trarre un profitto dalla diminuzione dei prezzi: il venditore consegue un profitto pari alla differenza tra il prezzo pattuito nel regolamento contrattuale – al momento, quindi, della conclusione del contratto – e quello versato per comprare lo strumento finanziario – in un tempo, pertanto, successivo alla conclusione del contratto. Tale strategia comporta la necessità di un delicato temperamento fra i benefici – *in primis* la conseguente liquidità nei mercati – e i rischi scaturiti dall'aver, il contratto concluso, come oggetto strumenti finanziari non posseduti dal venditore. Cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit. alla nota 76, pp. 300 ss.

<sup>112</sup> Così I. AYRES – J. BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, in *Stanford Law Review*, 2001, Vol. 54, No. 2, pp. 235-94. Gli autori, dopo aver evidenziato la presenza pervasiva di tali condotte di investimento, suggerisce una serie di soluzioni che potrebbero, finalmente, sanzionarle con effettività. In particolare, auspicano l'introduzione di una definizione precisa di “stock substitutes” (fornitori, clienti, concorrenti, e così via), una *disclosure* precisa e analitica delle *policy* degli emittenti (per comprendere se, e fino a quando, viene posto un divieto di investire su un'altra società sulla base delle informazioni materiali non pubbliche) e una *disclosure* degli investimenti effettuati. La stessa nozione di materialità dovrebbe essere adattata a tale contesto, nel senso che, qui, la significatività dovrebbe considerarsi con riferimento alla società i cui strumenti finanziari sono stati oggetto di investimento da parte dell'*insider*.

<sup>113</sup> Non è certo nuovo l'utilizzo del termine “shadow” per indicare operazioni che svolgono certe attività – raggiungendo determinati obiettivi – in modalità tuttavia differenti rispetto a quelle rigorosamente disciplinate dall'ordinamento giuridico. Si pensi, per esempio, all'espressione “shadow banking” che fa riferimento ad una serie di attività differenti – per esempio, fondi di investimento speculativi (cd. *hedge fund*), imprese di assicurazione e di riassicurazione e così via – che erogano servizi bancari senza rientrare, tuttavia, nel campo di applicazione delle relative norme di regolamentazione. L'espressione è stata per primo introdotta dall'economista Johnston McCulley nel 2007.

<sup>114</sup> Così M.N. MEHTA – D.M. REEB – W. ZHAO, *Shadow Trading*, in *The Accounting Review*, 2021, Vol. 96, No. 4, pp. 367-404.

<sup>115</sup> Il rischio sistemico è stato *supra* (v. Capitolo Primo, §2.3) citato come una delle ragioni per cui si può affermare che alcune delle informazioni ESG abbiano un impatto finanziario sugli emittenti. Ovviamente, tale rischio acquisisce rilevanza rispetto a numerosissime dinamiche finanziarie. Si pensi, per esempio, alle bolle

Il legislatore dell'Unione Europea ritiene, poi, che l'investitore ragionevole sia consapevole dell'interazione di diverse informazioni quale elemento che determina la variazione dei prezzi degli strumenti, cristallizzando tale presunzione nel considerando n. 14 MAR<sup>116</sup>. Le autorità finanziarie europee – tra cui, come già accennato, la Consob<sup>117</sup> – tendono, di conseguenza, a procedere nella medesima direzione tratteggiata dalla disciplina europea<sup>118</sup>. L'interdipendenza esistente tra gli emittenti è, ulteriormente, dimostrata dal complesso processo di acquisizione del carattere di materialità. Alcuni studi, tentando di individuare le tappe necessarie perché una certa informazione acquisisca il carattere di significatività<sup>119</sup>,

---

speculative e alle conseguenti crisi finanziarie; cfr. A. MURPHY, *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*, 2008, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1295344>. Per una panoramica complessiva del rischio sistemico, cfr. O. KADAN – F. LIU – S. LIU, *Generalized Systematic Risk*, in *American Economic Journal: Microeconomics*, 2016, Vol. 8, No. 2, pp. 86-127.

<sup>116</sup> Anche se più volte ricordato, pare opportuno, anche solo per comodità di lettura, riprendere il contenuto del considerando n. 14 MAR nella parte qui di interesse. Per comprendere se un dato conoscitivo sarebbe considerato rilevante agli occhi di un investitore ragionevole, “occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni”. Sia consentito, qui, un rinvio a quegli studi – già citati – di finanza comportamentale secondo cui un individuo risulta essere per lo più incapace a prendere decisioni sulla base di un'attenta valutazione del contesto complessivo (*availability heuristic, anchoring effect, availability bias* e così via): v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.5.1.

<sup>117</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.1.

<sup>118</sup> Si ricordi quanto suggerito dalla Consob dal punto 4.5 delle sue *Linee Guida – Gestione delle informazioni privilegiate* n. 1/2017, in cui l'autorità finanziaria elenca una pluralità di fattori che l'investitore ragionevole prenderebbe in considerazione, presumendo un'attenta valutazione del contesto in cui si inseriscono le informazioni su cui intende basare le proprie decisioni di investimento. Per esempio, al punto 4.6.7.4 si afferma: “quanto più un'operazione è suscettibile di alterare gli equilibri di un settore, tanto più è probabile che assume natura privilegiata”, citando a titolo illustrativo il caso di una società quotata che intenda entrare *ex novo* in una distinta nicchia di un dato settore.

<sup>119</sup> D. FREIBERG – J. ROGERS – G. SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporation and their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 2019, No. 20-056, disponibile all'indirizzo: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3482546>. Gli autori, adottando una prospettiva non *industry-specific*, tentano di individuare quelle tappe perché un'informazione ESG acquisisca il carattere di materialità. Gli *step* così individuati sono: lo *status quo*, inteso come momento in cui non vi è alcuna consapevolezza dell'esistenza di un qualche disallineamento tra le condotte degli emittenti, da una parte, e quanto dovrebbe invece essere realizzato per il bene pubblico; l'evento catalizzatore (cd. *catalyst event*), in cui una certa società può manifestare un comportamento radicalmente distante da quanto socialmente accettabile ovvero può raggiungere finalmente un consenso unanime su come riuscire a conciliare gli obiettivi degli emittenti con quelli della società civile; la reazione degli *stakeholder* (cd. *stakeholder reaction*) prevede l'invocazione, da parte di ampie e disomogenee schiere di soggetti, di un intervento diretto del legislatore o, quanto meno, una positiva evoluzione della condotta da parte degli emittenti; la quarta fase (cd. *company reaction*) consiste nella reazione di singoli emittenti ovvero dell'intero settore in cui esse operano; infine, la quarta fase – con cui si raggiunge finalmente un nuovo, ritrovato equilibrio – può constare di un intervento normativo (cd. *regulatory reaction*) o di un'innovazione sviluppata da una certa impresa che, prodromica ad esplicitare effetti positivi sui fattori ESG, costringe i concorrenti ad allinearsi al comportamento di questa. La significatività di un'informazione ESG comincia ad assumere – per poi, all'avanzare delle differenti fasi, aumentare sempre più di rilevanza – il carattere di materialità nel terzo *step* (i.e. quello della reazione degli *stakeholder*). L'influenza di una società nei confronti dei concorrenti, invece, si palesa in particolare dalla quarta fase, raggiungendo la sua acme nel caso di una particolare innovazione.

hanno mostrato che in alcuni casi il comportamento di una certa società è di estremo rilievo per tutto quanto il settore in cui essa opera. A titolo esemplificativo, si pensi all'attività di un emittente che, impattando manifestamente e drasticamente su fattori ambientali, sociali o di *governance*, sollevi intense critiche<sup>120</sup>, *costringendo* i concorrenti ad un mutamento di rotta in proposito<sup>121</sup>. Un *solo* soggetto è all'origine di riflessioni e obiezioni che colpiscono, così, tutto quanto un certo settore produttivo, consentendo tra l'altro che le informazioni attinenti a quel certo modo di operare comincino ad assumere il carattere di materialità<sup>122</sup>. All'interno di una globale valutazione del contesto in cui si inserisce una data informazione, estrema rilevanza assumono le relazioni di tipo economico intercorrenti tra differenti soggetti, i quali formano, insieme, delle catene interdipendenti. Verticalmente, infatti, la maggior parte degli emittenti interagisce con altre società fornitrici ovvero clienti; orizzontalmente, invece, i rapporti sussistono con riferimento ai concorrenti e alle imprese complementari<sup>123</sup>.

Si intuisce, quindi, come una certa informazione possa, pur interessando *direttamente* un determinato emittente, coinvolgere *indirettamente* altre società quotate, causando così effetti finanziari di diversa intensità. Numerosi studi hanno individuato, infatti, tale interdipendenza in numerose situazioni: si pensi, per esempio, alle informazioni ad oggetto

---

<sup>120</sup> L'esempio proposto nel testo riguarda una condotta negativa di un certo emittente. Naturalmente, l'influenza di una società sui concorrenti è ravvisabile anche in presenza di comportamenti positivi. Per esempio, un'innovazione tecnologica che consenta di migliorare l'impatto sull'ambiente invoglierà le altre società ad allinearsi a tale nuovo modo di operare; cfr. *ibidem*, pp. 26 ss.

<sup>121</sup> Alcuni esempi sono efficacemente illustrati in *ibidem*, pp. 11 ss. Si pensi alle delicate dinamiche nel settore farmaceutico. Più volte, infatti, un determinato farmaco ha aumentato vertiginosamente il prezzo di vendita, superando così una sorta di linea di confine e, quindi, causando forti reazioni da parte della società civile nei confronti di *tutti quanti* gli operatori in tale settore. Sul tema, cfr. U.N. KNOT – E.D. VOGAN – M.A. MILITELLO, *Nitroprusside and Isoproterenol Use after Major Price Increases*, in *New England Journal of Medicine*, 377, 6.

<sup>122</sup> Nel senso che, ovviamente, le informazioni relative a quel modo di operare saranno idonee a influenzare i prezzi e, ulteriormente, ad essere considerate da un investitore ragionevole. Per esempio, gli investitori sostenibili cominceranno a investire su quegli emittenti che, in quel certo ambito oggetto di critiche da parte della società civile, realizzano condotte ad impatto positivo; in caso contrario, la decisione sarà quella di disinvestire.

<sup>123</sup> Le società complementari (cd. *complementor*) sono quelle che vengono un prodotto, appunto, in qualche modo complementare, necessario, cioè, per un dato bene finale. La complessità di certi particolari settori, come quello tecnologico, rende inevitabile la presenza di numerose imprese complementari; sul tema, cfr. R. ADNER – R. KAPOOR, *Value Creation in Innovation Ecosystems: How the Structure of Technological Interdependence Affects Firm Performance in New Technology Generations*, in *Strategic Management Journal*, 2010, Vol. 31, No. 3, pp. 306-33.

dividendi<sup>124</sup>, dichiarazioni di bancarotta<sup>125</sup>, previsioni sull'andamento futuro<sup>126</sup>, vendite effettuate<sup>127</sup>, offerte di acquisto<sup>128</sup>, decisioni di entrare in un certo settore industriale<sup>129</sup> o fusioni e acquisizioni in corso<sup>130</sup>. Indipendentemente dalle particolari situazioni, è ormai evidente che sussistano delle relazioni di reciproca influenza finanziaria tra i diversi emittenti, insuscettibili di essere ridotti e monadi irrelate e indipendenti<sup>131</sup>.

Se, pertanto, è vero che non è questione del tutto nuova quella dell'idoneità di un evento concernente un certo emittente di influenzare anche ulteriori società, la condotta di *shadow*

---

<sup>124</sup> L'influenza dell'informazione ad oggetto i dividendi di un certo emittente sui prezzi degli strumenti finanziari di un'altra società è studiata ormai da tempo. Per esempio, cfr. M. FIRTH, *Dividend Changes, Abnormal Returns and Intra-Industry Firm Valuation*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, Vol. 31, No. 2, pp. 189-211. Un aumento o una diminuzione dei dividendi di un certo emittente può portare ad un aumento o diminuzione di quelli dei concorrenti. Naturalmente, l'influenza dipende in modo intenso dalla causa dei profitti della prima società. Se questi sono causati, per esempio, da un aumento della domanda dei prodotti creati, è facile immaginare che analogo interesse possa successivamente caratterizzare anche i concorrenti; se, invece, l'incremento delle vendite di un dato bene è conseguenza di un'innovazione particolarmente importante, è intuibile che le società concorrenti incorreranno in una diminuzione dei profitti. Per uno studio più recente – ad oggetto in particolare le relazioni finanziarie tra fornitori e clienti –, cfr. S. PANDIT – C.E. WASLEY – T. ZACH, *Information Externalities Along the Supply Chain: The Economic Determinants of Suppliers' Stock Price Reaction to Their Customers' Earnings Announcements*, in *Contemporary Accounting Research*, 2011, Vol. 28, No. 4, pp. 1304-43.

<sup>125</sup> Alcune ricerche sembrano provare che a seguito di dichiarazioni di fallimento, le società concorrenti mostrano una diminuzione del prezzo dei propri strumenti finanziari, per quanto di limitata rilevanza; cfr. S.P. FERRIS – N. JAYARAMAN – A.M. MAKHIJA, *The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects*, in *Journal of Corporate Finance*, 1997, Vol. 3, No. 4, pp. 367-95. Analoghe conseguenze negative sono ravvisabili anche in studi più recenti: cfr. M.G. HERTZEL – M.S. OFFICER – Z. LI – K. CORNAGGIA, *Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, Vol. 87, No. 2, pp. 374-387.

<sup>126</sup> Sul tema, cfr. S.P. BAGINSKI, *Intraindustry Information Transfers Associated with Management Forecasts of Earnings*, in *Journal of Accounting Review*, 1987, Vol. 25, No. 2, pp. 196-216.

<sup>127</sup> In proposito, cfr. C. OLSEN – J.R. DIETRICH, *Vertical Information Transfers: The Association between Retailers' Sales Announcements and Suppliers' Security Returns*, in *Journal of Accounting Research*, 1985, Vol. 23, pp. 144-66.

<sup>128</sup> Cfr. M.B. SLOVIN – M.E. SUSHKA – Y.M. BENDECK, *The Intra-Industry Effects of Going-Private Transactions*, in *The Journal of Finance*, 1991, Vol. 46, No. 4, pp. 1537-50 che dimostrano come offerte di acquisto generino effetti positivi in termini finanziari sui concorrenti della società *target*.

<sup>129</sup> Sul tema, cfr. R.G. HANSEN – J.R. LOTT, *Profiting from Induced Changes in Competitors' Market Values: The Case of Entry and Entry Deterrence*, in *The Journal of Industrial Economics*, 1995, Vol. 43, No. 3, pp. 261-76. Si pensi a quando la Kodak decise di entrare nel settore delle fotocamere istantanee: l'impresa Polaroid fu interessata da una notevole diminuzione dei prezzi dei relativi strumenti finanziari.

<sup>130</sup> Si può immaginare che l'informazione relativa ad una fusione benefici i concorrenti – perché suscettibile di creare le condizioni di un mercato oligopolistico – ovvero arrecare loro svantaggi finanziari se il risultato dell'operazione è una società particolarmente forte e con una presenza capillare nei mercati. Le evidenze empiriche, tuttavia, non sono unanime.

<sup>131</sup> Un esempio paradigmatico recente può essere individuato in alcune dinamiche accadute nei primi periodi della pandemia da COVID-19. Infatti, nel novembre del 2020, la Pfizer ha dichiarato rosee aspettative rispetto alla produzione del vaccino, causando, tra gli altri, anche la decrescita del prezzo di quegli strumenti finanziari legati a società il cui valore era, con le restrizioni, aumentato considerevolmente. Si pensi, per esempio, a servizi come Netflix o Zoom, il cui valore è sceso, rispettivamente, dell'8.6% e del 17.4%; cfr. Y.A. LEE – A. ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3731719>.

*trading*, tuttavia, acquisisce particolare rilevanza a causa della sua estrema diffusione e degli ampi profitti che ne sono la conseguenza. Viene stimato, infatti, un beneficio finanziario oscillante tra i 139.400\$ e i 678.000\$ per la *singola* operazione di *shadow trading*<sup>132</sup>. Tale condotta di investimento apparirebbe, addirittura, suscettibile di arrecare vantaggi monetari ancora maggiori delle tradizionali operazioni qualificabili come *insider trading*<sup>133</sup>. La ragione principale della diffusione di questa strategia è individuabile nell'intensa efficacia deterrente – e nell'effettività dell'*enforcement* – della normativa anti-*insider trading*. Gli *insider* di un certo emittente escogitano, infatti, metodi inusuali e innovativi proprio per evitare di manifestare chiaramente il proprio comportamento illecito, evitando di divenire destinatari delle sanzioni previste dall'ordinamento. È stato dimostrato come lo *shadow trading* incrementi in quei periodi temporali in cui è più forte il timore di un procedimento avviato dalla SEC<sup>134</sup>. Si presenta, in altre parole, una relazione direttamente proporzionale tra l'effettività della repressione dell'*insider trading*<sup>135</sup> e diffusione della pratica di *shadow trading*<sup>136</sup>.

Ulteriori ricerche sono addirittura più radicali nell'indicare lo *shadow trading* come operazione finanziaria particolarmente remunerativa e di estesa applicazione. Sfruttando la straordinaria e sempre maggiore diffusione degli *exchange traded funds* (cd. *ETFs*), sembra che investire nell'ombra in questo modo interessi in misura significativa il 3-6% delle imprese operanti nel medesimo settore industriale di quelle coinvolte in una procedura

---

<sup>132</sup> *Ibidem*, p. 368.

<sup>133</sup> Alcune ricerche, infatti, mostrano che i profitti derivanti dall'abuso di informazioni privilegiate tradizionalmente inteso sono inferiori. Per esempio, cfr. M.A. PERINO, *Real Insider Trading*, in *Washington and Lee Law Review*, 2020, Vol. 77, No. 4, secondo cui – analizzando un campione di 465 procedimenti per *insider trading* – conclude che la metà dei presunti responsabili hanno guadagnato una cifra inferiore ai 60.000\$.

<sup>134</sup> M.N. MEHTA – D.M. REEB – W. ZHAO, *Shadow Trading*, cit. alla nota 114, pp. 383 ss. Gli autori costruiscono un "insider trading enforcement index" basandosi sulla frequenza con cui i principali quotidiani statunitensi riportano notizie ad oggetto condotte di *insider trading* e analizzando, pertanto, il periodo di tre mesi prima e dopo i picchi così individuati.

<sup>135</sup> Sull'effettività dell'*enforcement* sulla base di un campione globale, cfr. A.A. DURNEV – A.S. NAIN, *Does Insider Trading Regulation Deter Private Information Trading? International Evidence*, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2007, Vol. 15, No. 5, pp. 409-33 che concludono affermando: "the results indicate that insider trading restrictions become less effective if firm agency costs measured by ownership wedge are high and investor protection standards are weak".

<sup>136</sup> La relazione inversamente proporzionale tra frequenza delle condotte di abuso delle informazioni privilegiate ed *enforcement* da parte della SEC – relazione su cui si basano le ricerche degli autori appena citate – sono ormai da tempo oggetto di studio; per esempio, cfr. D. DEL GUERCIO – E.R. ODDERS-WHITE – M.J. READY, *The Deterrent Effect of the Securities and Exchange Commission's Enforcement Intensity on Illegal Insider Trading: Evidence from Run-up before News Events*, in *The Journal of Law and Economics*, 2013, Vol. 60, No. 2, pp. 269-307.

imminente di fusione e acquisizione. In media, la cifra raggiunta ogni anno sarebbe di 212 milioni di dollari<sup>137</sup>.

Gli *ETFs* incarnerebbero il perfetto strumento per eludere la normativa, per una serie di variegata e persuasive ragioni: in primo luogo, gli strumenti finanziari cui si riferisce una certa informazione possono rientrare negli investimenti del singolo *ETFs*, divenendo esso, in questo modo, un veicolo che consente di mascherare l'operazione finanziaria; in seconda battuta, gli *ETFs* sono caratterizzati da ampia liquidità<sup>138</sup>: l'impatto delle operazioni dei singoli *insider* è così diminuito, rendendo particolarmente difficoltosa la loro individuazione<sup>139</sup>; infine – ed è il punto che, per quanto qui di interesse, acquisisce la maggiore rilevanza – utilizzare lo strumento degli *ETFs* consente potenzialmente agli *insider* di beneficiare non solo delle variazioni di prezzo relative all'emittente da cui hanno appreso l'informazione (cd. *source firm*) ma anche, e soprattutto, da quelle riferite alle società in qualche modo economicamente collegate (cd. *related firm*).

Lo *shadow trading*, pur se presente in via generale nei mercati finanziari, sembra, tra l'altro, interessare in misura maggiore determinati settori, tra cui quello tecnologico: da un lato, in questi casi gli *insider* tendono ad essere in possesso di informazioni privilegiate più numerose rispetto al pubblico di investitori, sussistendo un'intensa asimmetria

---

<sup>137</sup> Cfr. E. EGLITE – D. STAERMANS – V. PATEL – T.J. PUTNINS, *Using ETFs to conceal insider trading*, cit. alla nota 94. Gli autori evidenziano l'importanza delle loro scoperte: “our findings suggest insider trading is more pervasive than just the “direct” forms that have been the focus of research and enforcement to date”. La ricerca si basa sulle analisi intorno agli annunci di fusioni e acquisizioni che, essendo causa di intense variazioni dei prezzi, costituiscono importanti incentivi per gli *insider* ad investire sulla base di informazioni privilegiate. Il campione studiato abbraccia una finestra temporale di 13 anni, dal 2009 al 2021. Alcune precedenti ricerche avevano provato che condotte di investimento sulla base di informazioni privilegiate fossero maggiormente diffuse in occasione delle fusioni delle società fornitrici rispetto ai clienti; cfr. J. CHEN – W.M. LIAO – G. WU – Y. YANG, *Information Transfers and Insider Trading in Stock Substitutes: Evidence from Economically Linked Firms in the Supply Chain*, in *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2019, Vol. 4, pp. 103-135.

<sup>138</sup> Cfr. M. BUCKLE – J. CHEN – Q. GUO – C. TONG, *Do ETFs lead the price moves? Evidence from the major US markets*, in *International Review of Financial Analysis*, 2018, Vol. 58, pp. 91-103; gli autori evidenziano come gli *ETFs* siano stati oggetto di un interesse sempre maggiore da parte del mercato, raggiungendo addirittura quasi il 50% del trading azionario statunitense.

<sup>139</sup> Che gli *insider* tendano ad investire in mercati particolarmente liquidi al fine di nascondere le proprie condotte finanziarie è suggerito, tra gli altri, da Q. LEI – X.W. WANG, *Time Varying Liquidity Trading, Private Information and Insider Trading*, 2010, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1685267>.

informativa<sup>140</sup>; dall'altro, si tratta di comparti industriali in cui elevatissimi sono i livelli di segretezza che, inevitabilmente, si intrecciano all'innovazione<sup>141</sup>.

Gli effetti dello *shadow trading* si esplicano non soltanto con riferimento al singolo emittente in cui gli *insider* ricoprono determinate posizioni, ma anche l'intero mercato di riferimento, dimostrando, ancora una volta, che l'ineliminabile interdipendenza economico-finanziaria tra le società costituisce un elemento da non dover mai trascurare.

Infatti, incentivati dalla possibilità di trarre un profitto investendo in società collegate, gli *insider* potrebbero orientarsi verso progetti anche particolarmente rischiosi<sup>142</sup>, sfruttando le conseguenti oscillazioni dei prezzi relative (anche, ma non solo) a quegli emittenti economicamente collegati<sup>143</sup>. Se il progetto appare di successo, allora la strategia potrebbe essere quella di investire negli strumenti finanziari emessi dalle società di quel mercato di riferimento; se, al contrario, il piano sembra fallimentare, la decisione si concretizzerebbe nella direzione opposta<sup>144</sup>.

Alcuni emittenti, peraltro, assumono un'estrema rilevanza per la loro potenziale influenza sull'economia nel suo insieme, potendo incidere in misura più significativa sui propri

---

<sup>140</sup> Una maggiore diffusione di *shadow trading* là dove è più intenso il livello di asimmetria informativa era stata già suggerita da J. CHEN – W.M. LIAO – G. WU – Y. YANG, *Information Transfers and Insider Trading in Stock Substitutes: Evidence from Economically Linked Firms in the Supply Chain*, cit. alla nota 136, pp. 111 ss. Gli autori, in modo evocativo, concludono: “one might consider our findings to be only the tip of the iceberg with respect to insider trading in stock substitutes”.

<sup>141</sup> E. EGLITE – D. STAERMANS – V. PATEL – T.J. PUTNINS, *Using ETFs to conceal insider trading*, cit. alla nota 137, pp. 12 ss. Gli autori sottolineano che i settori in cui sono più frequenti le fusioni e acquisizioni sono quello sanitario, tecnologico e industriale. La conclusione è prevedibile: “regulators should consider the growing strategies implemented by insiders to avoid being caught (e.g., shadow trading) in their broadening of insider trading regulations”.

<sup>142</sup> Creando, in questo modo, anche dei cd. *agency problem*. Anche se il mandatario (*agent*) è tenuto a compiere atti giuridici nell'interesse del mandante (*principal*), vi è talvolta il pericolo che egli agisca perseguendo un proprio personale obiettivo. La conseguenza è un'inefficace allocazione delle risorse a causa dei costi di monitoraggio, da una parte, e di quelli di garanzia dall'altra; su tali problemi, cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit. alla nota 76, pp. 8 ss. Sul rapporto tra *insider trading* e *agency costs*, cfr. J.C. COFFEE, *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3058319>. Sul rapporto tra *agency problem* e *shadow trading*, cfr. R. FANE, *Agency Problems and the Misappropriation Theory of Insider Trading in SEC v. Panuwat*, in *The University of Chicago Law Review Online*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://lawreviewblog.uchicago.edu/2022/05/13/fane-insider-trading/>.

<sup>143</sup> Una maggior propensione al rischio è stata oggetto di studio anche con riferimento alla teoria classica dell'*insider trading*: cfr. L.A. BEBCHUK – C. FERSHTMAN, *Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, Vol. 29, No. 1, pp. 1-14.

<sup>144</sup> Y.A. LEE – A. ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, cit. alla nota 131, p. 29: “risky strategies create material nonpublic information on which insiders can profitably trade. By definition, risky projects produce larger swings in the stock prices (and in the firm's output) than safer projects; therefore, for insiders, it is more valuable to have access to early information on projects that are risky. Thus, insiders will have incentives to create risk in order to create opportunities for shadow trades”.

concorrenti (cd. *central firm*)<sup>145</sup>. Le conseguenze dello *shadow trading* apparirebbero, in questo caso, ancora più radicalizzate, raggiungendo la loro acme di rischio: se maggior è l'impatto su altre società, maggiore sarà la concreta probabilità che gli *insider* propendano per progetti rischiosi per poter, così, sfruttare le successive, ed ancora più intense, oscillazioni di prezzi. Pertanto, le conseguenze in termini finanziari sono considerevolmente superiori – sia quantitativamente che qualitativamente – divenendo causa di rischi macroeconomici di ampia portata<sup>146</sup>.

Infine – e sempre considerando quali possano essere gli effetti su larga scala –, lo *shadow trading* può aumentare di frequenza durante le crisi economico-finanziarie. Da una parte, in tali congiunture gli *insider* potrebbero beneficiare di ancora più ingenti profitti; dall'altra, e di conseguenza, la loro preferenza verso progetti più rischiosi tende a peggiorare la situazione finanziaria, causando delle conseguenze negative anche verso altre società concorrenti<sup>147</sup>.

Tutte quante le ricerche a vario titolo qui accennate, dimostrano che la “nuova” tecnica di abuso delle informazioni privilegiate non soltanto reca con sé le preoccupazioni che ormai tradizionalmente affliggono i legislatori in ordine al fenomeno di *insider trading*<sup>148</sup>, ma

---

<sup>145</sup> *Ibidem*, pp. 4 ss.

<sup>146</sup> L'influenza dell'andamento di certi emittenti in alcuni settori di mercato – ovvero direttamente del mercato nel suo insieme – si è reso evidente in particolare durante la crisi finanziaria del 2008; cfr. Y.A. LEE – A. ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, cit. alla nota 131, pp. 29 ss. Gli autori propongono che la SEC intensifichi il controllo – al fine di impedire *ex ante* e di sanzionare *ex post* le condotte di *shadow trading* – proprio su questi emittenti. Si auspica, in altre parole, un controllo differenziato in base alle potenziali conseguenze in termini finanziari della *performance* di determinati emittenti.

<sup>147</sup> *Ibidem*, pp. 31 ss. Premettendo che, data la purtroppo frequenza negli ultimi decenni di crisi finanziarie, “it is important to understand not only what can contribute to causing a crisis, but also what can exacerbate its intensity”, gli autori ricordano come, durante tali situazioni, i prezzi degli strumenti finanziari sono dominati da una maggior volatilità: maggiore è l'oscillazione, maggiori sono i potenziali profitti, investendo (o disinvestendo) nella propria società ovvero in altre società collegate. Durante l'ultima instabilità dei mercati – quella causata dalla pandemia da COVID-19 – componenti della SEC hanno infatti evidenziato che gli *insider*, date le dubbie e non del tutto prevedibili dinamiche di mercato, erano a conoscenza di grandi quantità di informazioni privilegiate suscettibili di assumere un valore ancora maggiore che durante normali circostanze finanziarie. Gli autori concludono affermando che “during crises, insiders have greater opportunities to engage in shadow trades and that the consequences of a higher risk propensity of the insiders can be more severe”.

<sup>148</sup> Non è certo questo il luogo per esporre le decennali discussioni ad oggetto l'opportunità che l'abuso di informazioni privilegiate sia vietato dall'ordinamento giuridico. Sia sufficiente ricordare che, se è vero che una cospicua schiera di economisti da tempo sostenga l'utilità dell'*insider trading* ai fini dell'efficienza dei mercati – la cd. scuola di Chicago –, gli ordinamenti giuridici tendono in modo pressoché unanime a qualificare la condotta come illecita. In particolare, la necessità di tutelare il pubblico di investitori – comunque identificati –, l'integrità e l'efficienza informativa dei mercati costituiscono le ragioni principali di questa scelta. Sul capostipite della scuola di Chicago, cfr. H.G. MANNE, *Insider Trading and the Stockmarket*, New York, The Free Press, 1966. Per il consolidarsi dell'idea per cui vietare l'*insider trading* sia necessario per garantire la fiducia nei mercati finanziari, cfr. J.P. ANDERSON, *Insider Trading and the Myth of Market Confidence*, in *Washington University Journal of Law & Policy*, 2018, Vol. 56, No. 1, pp. 1-16.

anche ulteriori problematiche idonee a esplicitare i propri effetti a livello macroeconomico e non esclusivamente circoscritto al solo emittente-fonte dell'informazione. Proprio queste sono le ragioni per cui, da alcuni anni a questa parte, sempre più vivaci discussioni hanno cominciato a sorgere rispetto alla liceità dello *shadow trading* alla luce dell'attuale panorama normativo.

## §2.2. La liceità dello *shadow trading*: il dibattito teorico

Comprendere se la tecnica di *shadow trading*, così come ora illustrata, sia qualificabile come condotta lecita o illecita è questione che interessa, come già accennato, in misura profonda l'ordinamento statunitense, mentre è di trascurabile rilevanza nel panorama normativo dell'Unione Europea. Non che, ovviamente, la strategia di investire in emittenti in qualche modo collegati alla società fonte dell'informazione non sia diffusa anche in territorio europeo, ma piuttosto è da ricordare che la disciplina introdotta dal MAR assume un approccio di portata particolarmente ampia, statuendo un divieto pressoché incondizionato di abuso delle informazioni privilegiate<sup>149</sup>.

Il legislatore dell'Unione Europea sembra basare la complessa architettura giuridica predisposta sul principio di parità informativa che diviene anche obiettivo degli intenti di regolamentazione: l'intrecciarsi dell'obbligo di divulgazione continua *ex art. 17 MAR* e il divieto di abuso di informazioni privilegiate *ex art. 8 MAR* rappresentano gli strumenti per il raggiungimento di tale scopo ultimo<sup>150</sup>. Se, ulteriormente, un altro fine cui orientarsi è la

---

<sup>149</sup> Questo spiega perché il dibattito sull'opportunità di vietare lo *shadow trading* (*rectius*: sul comprendere se la normativa attualmente in vigore possa comprendere nel proprio campo di applicazione tale pratica finanziaria) si è negli ultimi anni straordinariamente sviluppato proprio con riferimento all'ordinamento statunitense. Per esempio, cfr. Y.A. LEE – L. LIU – A. ROMANO, *Shadow Trading and Corporate Investments*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4307455>. Gli autori, pur affrontando il delicato e arduo compito di sviluppare “the first model to analyze shadow trading and its effects on corporate investment choices”, sono del tutto lapidari quando si riferiscono – brevemente – all'ordinamento dell'Unione Europea. Infatti, affermano: “while shadow trades are illegal in Europe, they are not categorically banned in the U.S.”. Rimane, comunque, da ricordare che almeno alcune delle riflessioni ad oggetto la condotta di *shadow trading* possono essere di qualche interesse anche per l'ordinamento europeo: per esempio, si pensi a come potrebbe essere interpretata la figura dell'investitore ragionevole se si assume che esso possa investire su un emittente diverso rispetto a quello cui l'informazione si riferisce direttamente.

<sup>150</sup> In particolare, l'art. 8 MAR dispone che “si ha abuso di informazioni privilegiate quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono”. L'assenza di requisiti particolari – come potrebbe essere quello della necessaria sussistenza della violazione di un dovere fiduciario, richiesto invece dall'ordinamento statunitense – si mantiene anche con riferimento alla condotta di raccomandazione (cd. *tuyautage*) e a quella di comunicazione (cd. *tipping*). Da una parte, l'art. 8 paragrafo 2 MAR – coordinatamente all'art. 14 MAR – impone un divieto di raccomandazione o induzione ad acquisire o cedere strumenti finanziari a cui le informazioni privilegiate si riferiscono; dall'altra, l'art. 10 MAR

protezione della fiducia nei mercati<sup>151</sup>, allora la fonte dell'informazione privilegiata non ha alcuna importanza, mentre assume carattere centrale un divieto sostanzialmente privo di condizioni o restrizioni oggettive<sup>152</sup>.

Inoltre, è la medesima definizione di informazione privilegiata contenuta nel MAR che permette di ricomprendere nel campo di applicazione della disciplina europea anche le informazioni ad oggetto diversi emittenti rispetto a quelli fonte dell'informazione. L'informazione privilegiata – oltre a dover possedere gli ormai noti requisiti di precisione, non pubblicità e significatività – può concernere, secondo quanto disposto dall'art. 7 paragrafo 1, lettera a) MAR, “*direttamente o indirettamente* uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari” (corsivo aggiunto). La divulgazione, per fare un esempio, della scoperta di una nuova tecnologia straordinariamente efficace nel diminuire il costo di una certa produzione non soltanto è idonea a influenzare i prezzi dell'emittente *direttamente* interessato – nel senso di, presumibilmente, aumentarli –, ma anche delle società concorrenti – con ogni probabilità, diminuendoli – operanti nel medesimo settore<sup>153</sup>.

A varcare l'Oceano, invece, si scopre che il principio della parità informativa (cd. *parity-of-information theory*), abbracciato in un primo momento dalla giurisprudenza, è stato poi dalla stessa abbandonato, prediligendo così un approccio basato sulla sussistenza della violazione di un dovere fiduciario perché lo sfruttamento di un'informazione materiale e non pubblica possa considerarsi come illecito<sup>154</sup>. Dopo alcuni tentativi della SEC orientati ad una qualche

---

– da leggersi con l'art. 14 MAR – qualifica come illecita la condotta di comunicazione di informazioni privilegiate al di fuori del “normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione”.

<sup>151</sup> La fiducia nei mercati potrebbe servire – qualora non fosse di per sé sufficiente la lettera del MAR – per qualificare illecita la condotta di *shadow trading*. Dato che tale obiettivo è esplicitamente rimarcato dal legislatore dell'Unione Europea (*in primis* nel considerando n. 2 MAR) pare più che plausibile il seguente ragionamento: la disciplina europea è volta a creare e garantire la fiducia nei mercati da parte del pubblico di investitori; lo *shadow trading* lede la fiducia nei mercati (premessa avvalorata, sembrerebbe, dalle ricerche *supra* citate, v. Capitolo Terzo, §2.1); lo *shadow trading* è illecito secondo un'interpretazione teleologica della normativa contenuta nel MAR.

<sup>152</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, cit. all nota 13. L'autore, dopo aver analizzato alcune differenze tra l'approccio statunitense e quello dell'Unione Europea nel contrasto alla pratica di *insider trading*, conclude che “the pivotal difference” consiste proprio nell'adozione, o meno, del principio di parità informativa.

<sup>153</sup> Cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit. alla nota 76, pp. 107 ss. L'autore propone lo stesso esempio dalla prospettiva proprio di quegli emittenti che subiranno presumibilmente le conseguenze negative della divulgazione di una scoperta da parte di un concorrente, a causa dell'obsolescenza del proprio meccanismo di produzione. In tema di sostenibilità, si pensi ad un'innovazione che consenta un impatto minore a livello ambientale: l'emittente responsabile della scoperta sarà destinatario delle schiere di investitori cd. sostenibili, mentre i concorrenti potrebbero risentire di un aumento del costo del capitale, almeno fino a quando non decidano di allinearsi al comportamento della società autrice della scoperta.

<sup>154</sup> A seguito di *SEC v. Panuwat*, alcuni commentatori hanno interpretato tale procedimento come un ulteriore tassello verso il raggiungimento – di nuovo – del principio di parità informativa; S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading*” *Becomes Insider Trading*, in *Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets*,

forma di eguaglianza informativa nei mercati – si pensi, in particolare a *In re Cady, Roberts & Co.*<sup>155</sup> e a *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*<sup>156</sup> –, la Corte Suprema nel caso *Chiarella v. United States* impone che l'*insider* non solo deve aver investito sulla base di una MNPI ma, ulteriormente (e soprattutto), è necessario abbia violato un certo dovere fiduciario che legherebbe l'*insider* medesimo agli azionisti dell'emittente. Anche le evoluzioni giurisprudenziali della *classical theory* non smentiscono affatto che un qualche rapporto di fiducia debba comunque venir leso<sup>157</sup> perché vengano applicate le sanzioni in caso di violazione del divieto di *insider trading*<sup>158</sup>.

---

2022, disponibile all'indirizzo: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2022/03/28/shadow-trading-becomes-insider-trading/>: “yet in the wake of *Panuwat*, traders may now find themselves effectively operating in what is getting closer to *de facto* a parity regime, as the new shadow trading theory unpredictably expands liability. Under the SEC’s new shadow trading theory, traders will increasingly worry about where the line is”. Per una critica al principio cd. *parity of information*, cfr. J.C. COFFEE, *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, 2013, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2221475>.

<sup>155</sup> *In the matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961). La vicenda riguardava un'operazione di vendita di azioni per evitare il crollo del prezzo che inevitabilmente sarebbe accaduto una volta divulgata l'informazione ad oggetto una riduzione dei dividendi. In tale procedimento amministrativo, per la prima volta la SEC ha introdotto il concetto di “disclose or abstain”, ancorato al principio dell'equo accesso alle informazioni nei mercati.

<sup>156</sup> *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968). Nella vicenda, alcuni *insider* della Texas Gulf Sulphur avevano acquistato strumenti finanziari della società per cui lavoravano – oltre ad aver anche realizzato condotte di *tipping* – mentre erano in possesso dell'informazione, materiale e ancora non divulgata, ad oggetto la scoperta di un ricco deposito di oro in Ontario. Il Secondo Circuito ha accolto la pretesa della SEC, decidendo che, stante la premessa del principio di parità di accesso alle informazioni nei mercati, gli *insider* avessero soltanto due possibilità: divulgare l'informazione privilegiata ovvero astenersi dall'investire sulla base di essa.

<sup>157</sup> Come già *supra* brevemente accennato (v. Capitolo Primo, §1.1), la giurisprudenza statunitense ha allargato i confini applicativi del divieto di *insider trading* con l'enunciazione della *misappropriation theory* e con la qualificazione come illecito della condotta di *tipping*. Nel primo caso, lo sfruttamento dell'informazione MNPI è illecito se viene violata la fiducia verso la fonte dell'informazione; nel secondo caso, il destinatario della comunicazione ad oggetto una MNPI (cd. *tippee*) è colpevole se, da una parte, il *tipper* ha violato un dovere fiduciario ricevendo al contempo un beneficio personale e se, dall'altra, il *tippee* medesimo sapeva o avrebbe dovuto sapere della lesione della fiducia. A ben vedere, pertanto, all'allargamento dell'ambito di operatività della disciplina non consegue alcuna modifica su un punto fondamentale: la necessità che vi sia un “breach of a fiduciary duty”. Una volta consolidata l'applicazione giurisprudenziale della *misappropriation theory*, la SEC ha deciso di adottare la Rule 10b5-2, nel tentativo di portare chiarezza sui tipi di relazioni suscettibili di determinate un rapporto di fiducia. Premettendo che la disposizione è a fattispecie aperta (“among others”), la relazione di fiducia sussiste in particolare quando: “whenever a person agrees to maintain information in confidence”; vi sia, tra il *tipper* e il *tippee* “a history, pattern, or practice of sharing confidences”; infine, la persona che riceve l'informazione materiale e non pubblica sia “spouse, parent, child, or sibling”.

<sup>158</sup> Pare utile una breve panoramica, anche se per inciso, sull'apparato sanzionatorio statunitense in caso di violazione del divieto di *insider trading*. Nel contesto statunitense, da decenni è sorta l'esigenza di punire in modo assai severo tale condotta: da una parte, tale rigore potrebbe essere giustificato dalla diffusione, nella cultura nordamericana, di un'etica puritana che denuncia quei benefici ingiustamente ottenuti (v. *supra*, Capitolo Terzo, §1.2); dall'altra, i mercati finanziari statunitensi sono stati i primi, nel mondo occidentale, ad acquisire una straordinaria importanza nella vita dei cittadini e, data l'assidua frequenza di *insider trading* in essi, si è deciso di intervenire drasticamente a livello sanzionatorio. L'approccio rigoroso ad oggetto tali condotte può essere considerato, in sintesi, un elemento del tutto rappresentativo della cultura giuridica statunitense (a voler fare un parallelismo fra diffusione di un certo fenomeno illecito e ferrea repressione di esso a livello nazionale, si pensi al nostro reato di sequestro di persona a scopo estorsivo previsto *ex art.* 630 c.p.: sia l'*insider trading* nel contesto statunitense sia il sequestro a scopo estorsivo nel contesto italiano sono

Se perdura la necessità che l'*insider* violi un dovere fiduciario, allora si spiegano le ragioni per cui sia sorto un articolato dibattito su quanto la condotta di *shadow trading* possa qualificarsi come illecita. Se Tizio decide di investire sugli strumenti finanziari di un emittente collegato a quello in cui ricopre una certa carica non viola alcun dovere fiduciario: quest'ultimo, infatti, sussiste soltanto se Tizio optasse per l'acquisto – o la vendita – per esempio delle azioni della propria società. Si può quindi affermare che – oltre alla diversità di approccio dei due ordinamenti – un ulteriore discriminante differenza fra sistema normativo statunitense e quello europeo consiste proprio nella previsione, da una parte, della di un ulteriore requisito, la cui assenza appare evidente dall'altra. Se la divergenza in proposito non pareva recare con sé particolari dubbi o difetti di *overdeterrence*, la nuova tecnica di *shadow trading* sembra mostrare il velo sui difetti delle costruzioni giurisprudenziali statunitensi<sup>159</sup>. Anche i recenti tentativi statunitensi di codificare il divieto di *insider trading*, nel tentativo così di recepire a livello normativo i risultati conseguiti nei decenni dalla giurisprudenza, appaiono silenti e inermi su questo specifico punto<sup>160</sup>.

---

simboli di interventi normativi figli di quella specifica storia di una certa Nazione). L'attuale panorama normativo è il seguente: rispetto alle sanzioni penali, quelle detentive prevedono un massimo di venti anni di reclusione mentre quelle pecuniarie un massimo di cinque milioni per i singoli individui e di venticinque milioni per le persone giuridiche; con riferimento alle sanzioni civili, esse possono raggiungere tre volte il profitto ottenuto o la perdita evitata a seconda che l'informazione privilegiata sia usata per, rispettivamente, acquistare o vendere strumenti finanziari; cfr. SEC, *2013 Insider Trading Policy*, disponibile all'indirizzo: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14\\_02.htm#:~:text=The%20maximum%20prison%20sentence%20for,Civil%20Sanctions](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14_02.htm#:~:text=The%20maximum%20prison%20sentence%20for,Civil%20Sanctions) e, per un'evoluzione in prospettiva diacronica dell'apparato sanzionatorio, cfr. *The Bharara Task Force on Insider Trading*, disponibile all'indirizzo: <https://www.bhararataaskforce.com/>.

<sup>159</sup> Pare opportuno ricordare che, a dire il vero, non soltanto lo *shadow trading* ha mostrato le incertezze gravanti nell'odierno panorama giuridico statunitense con riferimento all'*insider trading*. Si pensi, per esempio, ai casi in cui un certo individuo venga a conoscenza di determinate informazioni privilegiate grazie alle proprie elevate capacità informatiche. In *SEC v. Dorozhko* si è posto, infatti, il problema dell'*hacker* colpevole di aver violato la sicurezza di alcuni computer, ottenendo così delle informazioni materiali e non pubbliche su cui ha poi basato successive decisioni di investimento per un profitto di 280.000\$. La decisione ha ampliato il campo di applicazione della *misappropriation theory*, dal momento che Dorozhko è stato ritenuto responsabile di *insider trading* illecito, anche se in assenza di un dovere fiduciario violato. Il ragionamento giudiziario si basa sull'assunto che ottenere in questo modo le informazioni sia "deceptive" e, pertanto, si tratta di una condotta senza incertezze rientrante nella fattispecie astratta prevista dalla Section 10(b) e dalla Rule 10b-5. Per l'illustrazione della vicenda, cfr. E.C. CHAFFEE, *Schrodinger's Hacker: Insider Trading and Data Breaches*, in *Tennessee Journal of Law and Policy*, 2020, Vol. 15, No. 1, pp. 69-94 che conclude proponendo una Rule che possa senza alcuna incertezza qualificare illecita la condotta di investimento sulla base di informazioni ottenute da parte di un *hacker*.

<sup>160</sup> Ci si riferisce in particolare all'*Insider Trading Prohibition Act*, attuale tentativo del legislatore statunitense di finalmente codificare la normativa anti-*insider trading*, cercando, da una parte, di recepire alcuni traguardi giurisprudenziali e garantire una maggior certezza dall'altra. Alcuni autori hanno in proposito affermato che la loro analisi dello *shadow trading* è in parte anche orientata a destare attenzione nel legislatore, ora impegnato con tale progetto normativo; cfr. E. EGLITE – D. STAERMANS – V. PATEL – T.J. PUTNINS, *Using ETFs to conceal insider trading*, cit. alla nota 137, p. 4. Per una disamina – con annessa critica – dell'*Insider Trading Prohibition Act*, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *A Critique of the Insider Trading Prohibition Act of 2021*, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3869222>.

Per nulla muta è invece la letteratura economico-giuridica che, come *supra* accennato<sup>161</sup>, ha da alcuni anni posto al centro della propria attenzione il fenomeno dello *shadow trading*. Tale pratica sarebbe un “novel, undocumented phenomenon that corporate insiders can use to *circumvent* insider trading regulation and SEC scrutiny”<sup>162</sup>: la condotta non sarebbe altro se non un mezzo per eludere (“circumvent”) l’applicazione della normativa anti-*insider trading*. Si ricordi che per il concetto normativo di elusione – ampiamente conosciuto, almeno con riferimento all’ordinamento giuridico italiano<sup>163</sup>, per esempio nella teoria

---

<sup>161</sup> V. Capitolo Terzo, §2.1.

<sup>162</sup> M.N. MEHTA – D.M. REEB – W. ZHAO, *Shadow Trading*, cit. alla nota 114, p. 367 (corsivo aggiunto). Come verrà illustrato *infra* (v. Capitolo Terzo, §2.3), la SEC non si è fatta più attendere, iniziando il primo procedimento in applicazione della teoria.

<sup>163</sup> La maggiore attenzione ora posta al sistema normativo italiano non intende comunque trascurare che anche altri ordinamenti stranieri conoscano – e tentino di rimediare di conseguenza – il fenomeno di elusione delle norme. Ai fini del presente lavoro, si pensi già a due esempi presenti nel quadro giuridico statunitense: da una parte, la stessa condotta di *shadow trading* viene etichettata esplicitamente quale forma di elusione del divieto di *insider trading*; dall’altra, è stata ricordato lo zelo con cui la SEC ha considerato possibili elusioni delle norme contenute nel *Regulation FD*: v. *supra*, Capitolo Primo, §1.2.

dell'interpretazione<sup>164</sup>, nel diritto civile<sup>165</sup>, tributario<sup>166</sup>, costituzionale<sup>167</sup> o nella procedura penale<sup>168</sup> – si intende una modalità di raggiungimento di un certo obiettivo, qualificato come illecito, mediante strumenti differenti rispetto a quelli esplicitamente previsti dal legislatore. In questo caso, l'elusione ben potrebbe sussistere perché, con tale metodo di investimento,

---

<sup>164</sup> Si pensi al tormentato art. 14 delle Preleggi, che impone il divieto di applicazione analogica di una legge eccezionale (“le leggi penali e quelle che fanno eccezione a regole generali o ad altre leggi non si applicano oltre i casi e i tempi in esse considerati”). La statuizione normativa, pur raramente messa seriamente in discussione, è oggetto ormai da decenni di svariati tentativi di elusione: di fronte ad una *formale* osservanza dell'art. 14 Preleggi, si cela una sua *sostanziale* violazione. Gli strumenti sono: la distinzione (artificiosa) tra interpretazione estensiva e analogica, la differenza tra disposizioni eccezionali e speciali o, ancora, la sollevazione della questione di legittimità costituzionale con parametro l'art. 3 Costituzione. Per un'illustrazione di tale elusione, cfr. D. CARUSI, *Storia della caparra infame. Il diritto dei contratti tra “interpretazione analogica” e istanza di “giustizia materiale”*, in A. D'ANGELO – V. ROPPO (a cura di), *Annuario del contratto*, Torino, Giappichelli, 2016, pp. 43-72.

<sup>165</sup> Per il diritto civile, fondamentale è l'art. 1344 c.c. che, rubricato “contratto in frode alla legge”, recita: “si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa”; sul tema, cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2011, Seconda Edizione, pp. 390 ss. secondo cui (p. 393) il discrimine tra un contratto lecito o illecito sta “nella presenza o assenza di un interesse rilevante delle parti a preferire il risultato concretamente realizzato, rispetto al risultato tipicamente vietato dalla norma”. Un esempio di contratto in frode alla legge è il contratto di vendita con patto di riscatto che, previsto *ex art.* 1500 c.c., può a certe condizioni (*i.e.* in particolare quando svolge in concreto una funzione di garanzia e non di mero scambio) costituire un mezzo per eludere la norma (imperativa) contenuta nell'art. 2744 c.c., rubricato “divieto del patto commissorio”, secondo cui “è nullo il patto col quale si conviene che, in mancanza del pagamento del credito nel termine fissato, la proprietà della cosa ipotecata o data in pegno passi al creditore”; sul tema, cfr. S. DEL CORE, *Il divieto del patto commissorio nell'evoluzione giurisprudenziale*, in *Vita Notarile*, 2016, fasc. 3, pp. 1415-34.

<sup>166</sup> Nel diritto tributario, assai intricate vicende hanno interessato l'art. 10-*bis* dello Statuto del Contribuente che, rubricato “disciplina dell'abuso del diritto o elusione fiscale”, è orientato proprio a evitare che comportamenti sostanzialmente illeciti non rimangano privi di sanzione; in particolare, il comma 1 recita: “configurano abuso del diritto una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti. Tali operazioni non sono opponibili all'amministrazione finanziaria [...]”; sul tema, cfr. A. CONTRINO – E. DELLA VALLE – A. MARCHESELLI – E. MARELLO – G. MARINI – S.M. MESSINA – M. TRIVELLIN, *Fondamenti di diritto tributario*, Milano, Wolters Kluwer, 2020, pp. 33 ss., secondo cui (p. 33) “l'evasione ha a che fare con una simulazione (la realtà diverge dalla forma visibile), mentre l'elusione, come si suol dire, avviene “alla luce del sole”, perché i contribuenti desiderano proprio l'esplicitazione del contratto posto in essere, che è utile a conseguire il vantaggio fiscale”. Si tratterebbe, cioè, di “una strumentalizzazione formale delle pattuizioni contrattuali”. È di qualche rilievo che gli studiosi di diritto tributario abbiano individuato nell'interpretazione di tipo teleologico un metodo di eccezionale importanza per estendere il campo di applicazione delle norme *anche* ai comportamenti elusivi delle stesse. L'interpretazione orientata al fine, in altre parole, permetterebbe di superare quegli ostacoli che si presentano, invece, di fronte ad un'esegesi meramente formalistica; cfr. B. GRIZIOTTI, *L'interpretazione funzionale delle leggi finanziarie*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, 1949, pp. 347 ss.

<sup>167</sup> Nel diritto costituzionale, esempio paradigmatico è la reiterazione del decreto-legge: il Governo ne emana uno nuovo avente, tuttavia, i medesimi – o quasi – contenuti del precedente. L'elusione, in questo caso, ha ad oggetto l'art. 77 Costituzione che impone il requisito di straordinaria necessità e urgenza. Sul tema – che, tra l'altro, permette di intuire che la differenza tra elusione e abuso sia talvolta straordinariamente labile –, cfr. R. BIN – G. PITRUZZELLA, *Diritto Costituzionale*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. 396 ss.

<sup>168</sup> Si pensi al ritardo dell'iscrizione soggettiva al registro delle notizie di reato durante le indagini preliminari, in elusione della norma che dispone l'iscrizione del “nome della persona alla quale il reato è attribuito non appena risultino, contestualmente all'iscrizione della notizia di reato o successivamente, indizi a suo carico” (art. 335 comma 1-*bis* c.p.p.). La Riforma Cartabia ha tentato, con l'introduzione dell'art. 335 comma 1-*ter* c.p.p. e dell'art. 335-*quater*, di imporre dei controlli d'ufficio e su istanza di parte proprio al fine di evitare tale – purtroppo di frequente applicazione – elusione.

un *insider* potrebbe profittare sulla base di un'informazione MNPI – perseguendo quel fine ritenuto a certe condizioni illecito dall'ordinamento statunitense – con metodi tuttavia differenti rispetto a quelli tradizionalmente previsti dalla giurisprudenza – investendo, cioè, non sugli strumenti finanziari emessi dal proprio emittente bensì su quelli rilasciati da società quotate economicamente collegate.

Se il legislatore sembra manifestare una qualche forma di indifferenza e la dottrina si mostra al contrario attenta, anche il formante giurisprudenziale ha cominciato a maturare una mutata consapevolezza, decidendo in più occasioni di accogliere interpretazioni estensive della normativa sostenute dalla SEC<sup>169</sup>. In sintesi, la parabola parrebbe così potersi delineare: le prime condanne per *insider trading* si sono basate sul principio di parità di accesso alle informazioni; tale approccio è stato successivamente abbandonato in favore di un'impostazione imperniata sulle relazioni di fiducia intercorrenti tra gli *insider* e gli azionisti ovvero la fonte dell'informazione medesima; la complessità della realtà ha causato il sorgere di fattispecie che, pur non rientrando nel campo di applicazione della seconda fase in ultimo abbozzata, tuttavia sono considerate per lo più degne di essere sanzionate<sup>170</sup>. In altre parole, il proverbiale pendolo sembra ora cominciare ad oscillare: tra le due soluzioni – forse non antitetiche, ma comunque profondamente differenti –, vi è il tentativo di raggiungere l'ennesimo compromesso.

---

<sup>169</sup> La tendenza ad interpretare estensivamente l'attuale divieto di *insider trading* da parte della SEC si può riscontrare in situazioni anche differenti tra loro. Un primo esempio è sicuramente il caso *SEC v. Dorozhko* – già brevemente illustrato *supra* (v. alla nota 159) – sull'ottenimento di informazioni privilegiate superando misure di sicurezza informatiche. Il caso *SEC v. Panuwatt* – che invece sarà oggetto di studio *infra* (v. Capitolo Terzo, §2.3) – può rappresentare un secondo esempio, questa volta relativo al primo procedimento per una condotta di *shadow trading*. Infine, si può anche ricordare la recente crociata intrapresa dall'autorità finanziaria statunitense con riferimento a operazioni di investimento ad oggetto i cd. *NFTs* (*non-fungible token*) che costituiscono dei certificati digitali inseriti nella tecnologia blockchain. Una vicenda – terminata con l'accusa da parte dell'ufficio del Procuratore del Distretto Sud di New York – ha interessato Nathaniel Chastain, *product manager* di OpenSea che aveva il compito di selezionare gli *NFTs* che la società avrebbe pubblicato sulla *homepage* del proprio sito internet. La pubblicizzazione da parte di OpenSea – uno dei principali mercati di *NFTs* – comporta, generalmente, l'aumento dei prezzi del singolo *NFTs*. È, pertanto, intuibile la possibilità di un anche notevole vantaggio finanziario, beneficiando della differenza di prezzo tra il momento di decisione della società e il momento della pubblicazione nella *homepage*. Per l'illustrazione della vicenda, cfr. S.D. LEVI – D. MICHAEL – M. GHAEMMAGHAMI, *Insider Trading and NFTs: What Should Companies Be Doing*, in *Insights*, 2022, Vol. 36, No. 8, pp. 27-29. Sulla diffusione – e sull'impatto – del fenomeno di *insider trading* nel mercato degli *NFTs*, cfr. S. OH, *Market Manipulation in NFT Markets*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4397409>.

<sup>170</sup> Lo schema appena delineato non interessa *in toto* l'ordinamento dell'Unione Europea. Infatti, in quest'ultimo caso il sistema normativo ha iniziato – e, fermandosi, ha finito – con il principio di parità informativa. Quanto ora suscita dibattito negli Stati Uniti d'America non causerebbe alcun tipo di incertezza giuridica qualora non fosse stata modificata la concezione giurisprudenziale inizialmente accolta negli anni Sessanta.

Il primo procedimento statunitense ad oggetto una condotta di *shadow trading* si inserisce in questa direzione.

### §2.3. *Il primo procedimento statunitense per shadow trading: SEC v. Panuwat*

La vicenda è un esempio quasi di scuola di *shadow trading*. Tra il 2014 e il 2017, Panuwat ha lavorato per Medivation, una società operante nel settore biofarmaceutico<sup>171</sup>. Nel 2016, assume l'incarico di trovare le strategie migliori per ampliare le potenzialità della società per cui lavorava, in particolare individuando eventuali opportunità di fusioni e acquisizioni. Come è naturale intuire, la posizione lavorativa ricoperta consente a Panuwat di essere a conoscenza di una quantità piuttosto considerevole di informazioni privilegiate, considerando anche il suo quasi quotidiano scambio dialettico con banche di investimento che offrono la propria competenza finanziaria.

Il 18 agosto del 2016 l'amministratore delegato di Medivation informa, mediante un'e-mail, alcuni *insider* – tra cui, ovviamente, Panuwat – che la società Pfizer ha espresso un interesse piuttosto intenso (letteralmente a “overwhelming interest”<sup>172</sup>) nell'acquisto della medesima Medivation; di lì a poco, continua l'amministratore delegato, vi sarebbe stato un incontro per discutere i dettagli finali dell'acquisizione. Entro pochi minuti dalla ricezione dell'e-mail, Panuwat acquista 578 *call option* di Incyte con data di scadenza il 16 settembre 2016<sup>173</sup>. Una volta divulgato l'accordo di fusione, ad aumentare di prezzo non sono soltanto le azioni di Medivation – emittente, si ricordi, *direttamente* interessata dalla procedura – ma anche quelle di Incyte, società operante nel medesimo settore di Medivation e, pertanto, economicamente collegata ad essa. A seguito di un profitto pari a 107.066\$, la SEC inizia un procedimento contro Panuwat il 17 agosto del 2021, sostenendo la violazione della Section 10(b) del Securities Exchange Act e della Rule 10b-5 e, pertanto, del divieto di *insider trading*.

---

<sup>171</sup> I dati relativi alla fattispecie concreta da giudicare sono analiticamente illustrati nella decisione, presa dal Distretto Nord della California, di rigettare la cd. *motion to dismiss* sollevata da Panuwat. Cfr. *SEC v. Panuwat*, No. 21-cv-06322, 2022 WL 633306 (N.D. Cal. Jan. 14, 2022).

<sup>172</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 2.

<sup>173</sup> Nel contratto di opzione una parte, in cambio di un premio, promette all'altra, in un momento futuro stabilito, una certa prestazione. L'esposizione del rischio, a differenza che nel contratto a termine, si presenta in modo del tutto asimmetrico. L'opzione di *call* ne è un sottotipo, indicando il conferimento della facoltà di acquistare una certa attività sottostante entro la scadenza del contratto; cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit. alla nota 76, pp. 24 ss.

Panuwat, nella sua *motion to dismiss*<sup>174</sup>, sostiene l'insufficiente e fattuale e giuridica della pretesa della SEC, in particolare perché non idonea a illustrare in modo corretto e analitico il requisito della materialità, della violazione del dovere fiduciario e dell'elemento soggettivo<sup>175</sup>.

La questione ha ad oggetto la sussistenza del carattere di significatività di un'informazione ed assume, come già accennato<sup>176</sup>, nella prospettiva del presente lavoro una particolare rilevanza<sup>177</sup>. Infatti, consente di comprendere fino a che punto tale requisito – ormai ampiamente analizzato nei capitoli precedenti – venga ora interpretato e come, con esso, assuma sfumature ben determinate anche la nozione di investitore ragionevole.

La pretesa di Panuwatt si basa su un'interpretazione letterale della normativa: viene richiamata, infatti, la *littera legis* della Rule 10b5-1(a) là dove richiede sia provato che l'investimento sia stato deciso “on the basis of material nonpublic information about *that* security or issuer” (corsivo aggiunto). In altre parole, si evidenzia proprio la profonda differenza tra una tradizionale condotta di *insider trading* ed una di *shadow trading*: il testo

---

<sup>174</sup> Nell'ordinamento statunitense, la *motion to dismiss* è la richiesta di una parte che il giudice respinga (“dismiss”) la pretesa della controparte. In particolare, la Federal Rule of Civil Procedure 12(b) prevede una serie di difese che possono essere sollevate – rispetto alla configurazione del *pleading* redatto dall'attore – dal convenuto. In particolare, nel caso specifico assume rilevanza il numero 6), secondo cui si può sollevare la questione che il *pleading* attoreo “failure to state a claim upon which relief can be granted”. Sia detto qui per inciso che la disciplina del *pleading* – soprattutto rispetto al suo contenuto sostanziale – è oggetto di enorme ed intenso dibattito nel contesto statunitense, tanto da generare la “war of pleading”; sul tema, cfr. A. DONDI – V. ANSANELLI – P. COMOGLIO, *Processi civili in evoluzione. Una prospettiva comparata*, Milano, Giuffrè, 2018, Seconda Edizione, pp. 118 ss.

<sup>175</sup> È interessante notare come le pretese che si fondano sulla Section 10(b) del Securities Exchange Act e sulla Rule 10b-5 devono rispettare dei requisiti – in ordine alla specificità fattuale del *pleading* – maggiormente circostanziati rispetto a quanto generalmente previsto dall'ordinamento processuale. La Rule 9, recante il titolo “Pleading Special Matters” alla lettera b) – “fraud or mistake” – statuisce che “a party must state *with particularity* the circumstances constituting fraud or mistake” (corsivo aggiunto). La disciplina normativa impone, pertanto, un obbligo più oneroso alla SEC in questi procedimenti, obbligo che, tra l'altro, si aggiunge a quelli imposti da recenti pronunce giurisprudenziali orientate a richiedere – questa volta in via generale – una più intensa spiegazione della vicenda fattuale già negli atti introduttivi del processo; da un lato, la pronuncia *Twombly* del 2007 ha imposto un'allegazione che non si limiti ad uno “speculative level”; dall'altro, nel caso *Iqbal* è stato affermato che la pretesa attorea deve indicare “more than a sheer possibility that a defendant has acted unlawfully”. Per tale evoluzione e le relative incertezze, cfr. A. STEINMAN, *The Pleading Problem*, in *Stanford Law Review*, 2010, Vol. 62, No. 5, pp. 1293-1360.

<sup>176</sup> V. *supra*, Capitolo Terzo, §2.1.

<sup>177</sup> Con riguardo specifico alla materialità si ricordi che, trattandosi di una procedura di acquisizione, è necessario attenersi all'ormai consolidato *test* introdotto dalla sentenza *Basic Inc. v. Levinson* del 1988, secondo cui la *materiality* di una certa informazione va valutata coniugando la probabilità dell'evento finale e l'impatto del medesimo sugli strumenti finanziari dell'emittente interessato. È intuitivo che, rispetto alla probabilità, elemento fondamentale è lo stato di avanzamento della procedura (si pensi anche alle *Linee Guida – Gestione delle informazioni privilegiate* n. 1/2017, punto 4.6.7.9, secondo cui nelle procedure di acquisizione “quante più unità sono nel caso specifico coinvolte, tanto più è probabile che l'informazione sia privilegiata”). Con riferimento, invece, al potenziale impatto sugli strumenti finanziari, si pensi, per esempio, alla capitalizzazione delle società interessate ovvero al presumibile premio.

normativo non consentirebbe – secondo tale interpretazione – la punibilità dell’investimento ad oggetto strumenti finanziari emessi da un emittente *diverso* (che non sia, appunto, “*that issuer*”). Pur se Panuwat comunque ammette che in certe circostanze una data informazione non si limita ad essere materiale soltanto per un emittente, tale estensione rimane comunque assai limitata: afferma, infatti, che le società potenzialmente interessate non sono quelle, per esempio, operanti nel medesimo settore, ma soltanto quelle direttamente coinvolte in quella determinata procedura (*i.e.* la società *bidder* e quella *target* in un’acquisizione). Tale interpretazione del requisito di significatività rimane, pur con l’ultima precisazione, comunque assai più circoscritta rispetto a quanto suggerito dagli studi empirici *supra* citati<sup>178</sup>, i quali raggiungono spesso la conclusione secondo cui sono molte le società – e non alcune specifiche e determinate – potenzialmente influenzate dalle dinamiche finanziarie dei concorrenti.

La SEC si mostra, sul punto, rigorosa: afferma, infatti, che la posizione ermeneutica assunta da Panuwat “improperly narrow che meaning of materiality”<sup>179</sup>. Gli argomenti portati dall’autorità finanziaria sono – di nuovo – strettamente letterali. In primo luogo, sia la Section 10(b) che la Rule 10b-5 fanno rientrare determinate condotte nel proprio campo di applicazione, purché si presentino “in connection with the purchase or sale of *any* security”; in seconda battuta, l’autorità ritiene essere di mero senso comune (“common sense”<sup>180</sup>) che un’informazione relativa ad un certo emittente *possa* avere un impatto anche su altri

---

<sup>178</sup> V. *supra*, Capitolo Terzo, §2.1.

<sup>179</sup> SEC v. Panuwat, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 6. Di particolare interesse è il termine “narrow” utilizzato. È già stato accennato che negli ultimi anni la SEC abbia iniziato – come d’altronde accade nella vicenda ora sotto analisi – procedimenti ad oggetto condotte differenti rispetto a quelle tradizionali. L’autorità finanziaria, tuttavia, non ha mai affermato di voler prescindere dalla normativa attualmente in vigore, sostenendo che le varie operazioni finanziarie rientrano *già ora* nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*. Se Panuwat viene accusato di aver interpretato in modo eccessivamente restrittivo le disposizioni, allora si comprende come, *a contrario*, la SEC stia – almeno a detta sua – proponendo un’interpretazione estensiva. Adottando la terminologia della teoria generale del diritto, si direbbe che l’esegesi della SEC non comporti alcuna costruzione di una norma inespressa ma, al contrario, si concentri semplicemente sul rilievo semantico del testo, nel tentativo di sfruttare potenzialità linguistiche senza al contempo stravolgere *in toto* il contenuto della norma. Si noti che – come già accennato (v. *supra* Capitolo Terzo, §2.3) – gli studiosi di alcuni settori del diritto hanno individuato nell’interpretazione di tipo teleologico il metodo per ricondurre certi effetti giuridici a quelle condotte elusive della normativa. La SEC pare, come ora illustrato, di un’altra opinione. A rigore, è necessario sottolineare che, fosse vero sia sufficiente un’interpretazione estensiva, allora le condotte *non* dovrebbero qualificarsi propriamente come elusive; cfr. G. MELIS, *L’interpretazione nel diritto tributario*, Padova, Cedam, 2003, pp. 229 ss. Si può concludere, pertanto, che forse sostenere una certa interpretazione mediante un argomento meramente letterale-estensivo permette di “accettare” con maggior facilità di includere, all’interno del campo di applicazione di una norma, fattispecie in essa non esplicitamente previste.

<sup>180</sup> SEC v. Panuwat, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 6.

emittenti economicamente collegati<sup>181</sup>; infine, l'autorità sostiene la Rule 10b5-1 sia una disposizione a fattispecie aperta (*i.e.* con un elenco meramente esemplificativo e, pertanto, suscettibile di disciplinare anche fattispecie non esplicitamente previste) data la presenza del termine “include”<sup>182</sup>.

La Corte Distrettuale accoglie la proposta ermeneutica avanzata dalla SEC, sostenendo la propria decisione sulla base dei medesimi argomenti dell'autorità finanziaria. Inoltre, afferma che nessuna disposizione impone specificatamente che l'informazione sulla cui base si è deciso di investire debba provenire dalla medesima società: la fonte dell'informazione viene richiamata dal sistema normativo esclusivamente con riferimento alla violazione di un dovere fiduciario, e nient'affatto rispetto al concetto di materialità<sup>183</sup>. Ancora, il giudice afferma che se una certa informazione può essere materiale per più di una società – come d'altronde, se pur in misura circoscritta, anche Panuwat ha riconosciuto – allora (“it follows”) essa è idonea anche ad acquisire il carattere di materialità per emittenti ulteriori rispetto a quelli specificatamente coinvolti<sup>184</sup>.

Ragionando in tale maniera, la corte ha deciso, quindi, che la tecnica dello *shadow trading* sia idonea a rientrare nel campo di applicazione della normativa così come attualmente in

---

<sup>181</sup> L'espressione “common sense” non è da trascurare. Non può certo intendersi che la SEC abbia tentato in questo modo di argomentare nel senso del significato comune delle parole: è noto, infatti, che termini che assumono una specifica accezione linguistica a livello giuridico – come nel caso di “materialità” – non detengono alcun “significato comune”. Da tralasciare, naturalmente, anche l'argomento naturalistico, tecnica ermeneutica certo difficilmente applicabile ad una disciplina complessa quale quella dei mercati finanziari. Rimane una possibilità: che la SEC ritenga il tipico investitore – *i.e.* l'investitore ragionevole – perfettamente consapevole dei potenziali effetti di una certa informazione *anche* su emittenti economicamente collegati. Il senso comune, quindi, si esaurirebbe nella condotta che, comunemente, viene realizzata dagli attori di mercato. Se quest'ultima è l'interpretazione corretta, allora comincia a mostrarsi una particolare concezione dell'investitore ragionevole, quella, cioè, che lo identifica in un operatore di mercato sofisticato.

<sup>182</sup> In particolare, la Rule 10b5-1 recita: “manipulative and deceptive devices [...] include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed . . . to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information” (corsivo aggiunto).

<sup>183</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 7.

<sup>184</sup> *Ibidem*. Possono sorgere dei dubbi a proposito del ragionamento compiuto dalla corte. Le ricerche ampiamente citate *supra* (v. Capitolo Terzo, §2.1) provano che effettivamente una certa informazione può avere un impatto sui prezzi anche di altri emittenti, ma ci si può chiedere quanto il percorso logico intrapreso dalla corte possa considerarsi davvero cristallino ed efficace. Il giudice, ritenendo che i precedenti giurisprudenziali – in particolare il solito *Basic* – non abbia previsto esplicitamente la possibilità che il dato conoscitivo possa riguardare *direttamente* un'altra società, avrebbe forse dovuto illustrare in modo maggiormente analitico la propria posizione. Pur se apparentemente particolarmente granitico (“if information may be material to more than one company – as the parties agrees – it follows that it may be material to more than the two companies specifically engaged in the transaction”), forse si può qualificare il ragionamento del giudice come soltanto formalmente logico. Peraltro, è anche vero che l'occasione è una *motion to dismiss*, per la cui decisione non è richiesta quella particolare attenzione analitica necessaria invece nel prosieguo del procedimento.

vigore. Pur nella piena consapevolezza della novità assoluta della fattispecie – potendo leggere nella pronuncia che il caso Panuwat sia una “unprecedented expansion of the Securities Exchange Act”<sup>185</sup> –, il giudice ha ritenuto che quella differenza intercorrente tra il tradizionale *insider trading* e il “nuovo” *shadow trading* non sia sufficientemente rilevante per poter giustificare un trattamento giuridico differente<sup>186</sup>. Il punto forse più delicato della vicenda è, ora, comprendere se l’informazione sulla cui base Panuwat ha deciso di investire possa considerarsi effettivamente materiale. Se la fonte dell’informazione non sembra più – almeno ai fini degli effetti giuridici – discriminante, una differenza tra *insider trading* e *shadow trading* sembra tuttavia ora esserci: una maggior difficoltà, nel secondo caso, nell’accertamento della materialità<sup>187</sup>.

#### §2.4. *L’accertamento della materialità nel caso SEC v. Panuwat: le apparenti certezze e i profondi dubbi intorno ad una nuova condotta*

Accertare la sussistenza della materialità significa verificare se vi sia una sufficientemente precisa relazione tra l’informazione ottenuta da Panuwat – ad oggetto, nel caso specifico, un’imminente acquisizione di Medivation da parte di Pfizer – e la società Incyte. Ancora una volta la corte decide di accogliere la valutazione operata dalla SEC, valorizzando alcuni elementi che permettono di qualificare l’informazione materiale *anche* per la società economicamente collegata. Infatti, Medivation e Incyte sono emittenti operanti non soltanto nel medesimo settore – quello biofarmaceutico con un’attenzione specifica a cure oncologiche – ma si assomigliano anche in quanto a capitalizzazione di mercato<sup>188</sup>.

---

<sup>185</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 1.

<sup>186</sup> La SEC, nella sua *complaint*, comincia, immediatamente, palesando radicalmente la propria situazione. Le sue prime parole sono, infatti, “*this is a case of insider trading by Matthew Panuwat, formerly a business development executive at Medivation Inc. (“Medivation”), a mid-sized oncology-focused biopharmaceutical company*” (corsivo aggiunto). Il documento processuale della SEC è disponibile sul sito dell’autorità medesima, all’indirizzo: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2021/comp-pr2021-155.pdf>.

<sup>187</sup> Forse sarebbe corretto affermare che il ragionamento giuridico della SEC – più che su una vera e propria interpretazione estensiva – si poggia sull’argomentazione di tipo analogico, tecnica inerenti non all’interpretazione in senso stretto bensì all’integrazione della legge. Da una parte, il giudice è tenuto a decidere in ordine ad una fattispecie – quella di *shadow trading* – non esplicitamente rientrante nel campo di applicazione di alcuna norma; dall’altra, invece, si prende come riferimento giuridico una norma – il cui contenuto è il divieto di *insider trading* – attualmente in vigore. La conclusione del ragionamento è l’applicazione della norma in vigore *anche* alla fattispecie da giudicare, sulla base di un giudizio di somiglianza. Sia quel che sia, è noto come il confine tra interpretazione estensiva e applicazione analogica sia tutto fuorché preciso; cfr. R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, cit. alla nota 97, pp. 277 ss.

<sup>188</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 7. In particolare, il giudice le ritiene entrambi incluse nel gruppo – limitato quantitativamente – delle “mid-cap, oncology-focused biopharmaceutical companies with commercial-stage drugs in 2016”.

Dato il numero assai esiguo di emittenti con queste caratteristiche, l'acquisizione di Medivation avrebbe reso maggiormente attrattive i suoi concorrenti: i prezzi non solo degli strumenti finanziari emessi dalla prima, ma anche quelli rilasciati dai secondi sarebbero aumentati. Nel ragionamento – com'è d'altronde facile immaginare – spiccano le seguenti proposizioni: “it is also *reasonable* to infer that those that were unsuccessful would then turn their attention to Incyte<sup>189</sup>”; ancora – e soprattutto –: “the Medivation-Pfizer transaction would thus be significant to Incyte, and a *reasonable* Incyte investor would consider it important in deciding whether to buy or sell Incyte stocks”<sup>190</sup>. A conferma del ragionamento, si evidenzia che *effettivamente* le azioni di Incyte sono aumentate di prezzo il giorno stesso in cui è stato divulgato l'accordo tra Medivation e Incyte: quanto accaduto *ex post* conferma quanto ragionevolmente ci si poteva aspettare *ex ante*<sup>191</sup>.

Se è certo che l'informazione fosse privata e non ancora pubblica<sup>192</sup>, rimane la sensazione che il ragionamento del giudice non abbia preso del tutto consapevolezza delle sue implicazioni, soprattutto con riferimento alla figura dell'investitore ragionevole. È vero che la corte spesso utilizza verbi al condizionale – in qualche modo quasi evidenziando quanto meno un dubbio di quanto affermato<sup>193</sup> –, ma forse la materialità avrebbe meritato una più approfondita valutazione.

Come ormai noto, per comprendere se in una certa fattispecie sussiste il requisito di materialità, è necessario verificare l'esistenza sia del requisito oggettivo (*i.e.* l'influenza sui prezzi) sia di quello soggettivo (*i.e.* la prospettiva dell'investitore ragionevole)<sup>194</sup>.

---

<sup>189</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 7 (corsivo aggiunto).

<sup>190</sup> *Ibidem* (corsivo aggiunto).

<sup>191</sup> Sul valore di quanto sia accaduto *ex post* nell'interpretazione della normativa, v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.2.

<sup>192</sup> Da una parte, le informazioni ricevute da Panuwat erano accompagnate dall'esplicito invito a mantenerle confidenziali; dall'altra, si ricordi che Panuwat ha acquistato le *call option* il 18 agosto, mentre l'acquisizione di Medivation è stata divulgata al mercato quattro giorni dopo, il 22 agosto. È corretto, pertanto, che l'informazione fosse ancora privata.

<sup>193</sup> La corte afferma che, dato il numero esiguo di emittenti con quelle specifiche caratteristiche, l'acquisizione di una di essa “*would make the others [...] more attractive*” (corsivo aggiunto) e, ancora, la situazione “*could then drive up their stock price*” (corsivo aggiunto). È stato tuttavia affermato che un tale linguaggio non è inusuale in una decisione in ordine ad una mera *motion to dismiss*; cfr. S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading Becomes Insider Trading*”, cit. alla nota 154. L'autore nota che “looking forward to the summary judgment or trial stages of the case” la SEC dovrà adempiere ad un onere di prova più gravoso.

<sup>194</sup> Nel rigettare la *motion to dismiss*, la corte ricorda che il *test* dell'investitore ragionevole è obiettivo. Anche se forse pleonastico, si noti che tra quanto detto nella pronuncia e quanto appena affermato nel testo non vi è alcuna contraddizione. Infatti, si è qualificato, nel presente lavoro, l'investitore ragionevole come il requisito soggettivo della significatività perché si tratta di uno *standard* che si riferisce non ad un elemento propriamente oggettivo, ma, appunto, ad un determinato soggetto. Interpretare tale figura – anche se soggettiva – implica una prospettiva oggettiva: come già accennato *supra* (Capitolo Secondo, §1.2), non è possibile esaurire l'investitore ragionevole in quel determinato individuo rilevante in quella determinata fattispecie concreta.

Il lato oggettivo non sembra presentare particolari difficoltà nemmeno con riferimento allo *shadow trading*. Il carattere di interdipendenza profondamente caratterizzante gli odierni mercati finanziari – insuscettibili di esaurirsi in un mero insieme di attori isolati e del tutto reciprocamente autonomi – è ormai da decenni oggetto di studio e risultato di ricerche empiriche.

Calando le costruzioni economiche citate in precedenza alla vicenda ora sotto analisi, è effettivamente corretto affermare che l’acquisizione di una certa società influenzerà i prezzi di quegli strumenti finanziari emessi anche da emittenti in qualche modo collegati. In questo caso, i concorrenti aventi caratteristiche (non perfettamente identiche ma) simili, sono senza ombra di dubbio *indirettamente* interessati dalla vicenda di acquisizione. Da un lato – e come anche ricordato dalla corte – quelle società che *già* avevano manifestato un interesse ad acquisire Medivation presumibilmente tenteranno di raggiungere il proprio obiettivo con emittenti simili<sup>195</sup>; dall’altro, l’ulteriore riduzione di imprese in tale settore – già prima della vicenda piuttosto esiguo – possono incentivare chi prima *non* si era mai interessato a compiere le necessarie ricerche per individuare i rimanenti potenziali *target*. Non si dimentichi, poi, che l’importanza di Pfizer può costituire anche un ulteriore importante elemento per considerare l’impatto dell’informazione nei confronti dei concorrenti.

L’aspetto soggettivo della materialità, invece, palesa incertezze del tutto evidenti. Anche se, lo si ricorda ancora, in una decisione in ordine ad una *motion to dismiss*<sup>196</sup> – la quale, comunque, non è affatto passata inosservata<sup>197</sup> –, per l’ennesima volta la giurisprudenza

---

<sup>195</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 8.

<sup>196</sup> La provvisorietà della decisione non permette di assicurare che, nel corso del processo, la giurisprudenza manterrà la medesima posizione sostenuta nel rigettare la *motion to dismiss*. Pare opportuno ricordare, tuttavia, che i requisiti sempre più stringenti richiesti per la redazione degli atti introduttivi del processo rendono non del tutto priva di rilevanza – se non in modo vincolante, quanto meno in senso persuasivo – tale fase. Addirittura, c’è chi ritiene che la *motion to dismiss* così come ora configurata possa configurarsi come introduttiva di una fase analoga al *summary judgment* (*i.e.* modalità processuale applicata quando il richiedente “shows that there is no genuine dispute as to any material fact”), secondo quanto disposto dalla Rule 56 delle *FRCP*; sul tema, cfr. S.A. THOMAS, *The New Summary Judgment Motion: The Motion to Dismiss Under Iqbal and Twombly*, in *Lewis & Clarks Law Review*, 2010, Vol. 14, No. 1, pp. 15-42. In ogni caso, cfr. A. DONDI – V. ANSANELLI – P. COMOGLIO, *Processi civili in evoluzione. Una prospettiva comparata*, cit. alla nota 174, p. 125 secondo cui lo *standard*, a seguito della pronuncia *Iqbal*, si è elevato addirittura ad una “concreta possibilità di accoglimento”. Questa evoluzione giustifica, pertanto, la particolare attenzione posta nel presente lavoro alla vicenda, anche se soltanto in relazione ad una *motion to dismiss*.

<sup>197</sup> A questo proposito, pare, infatti, che successivamente al procedimento *SEC v. Panuwat*, gli investimenti su emittenti *economically-linked* abbia subito una decrescita, causata proprio dal timore di un *enforcement* della SEC anche in tali situazioni; cfr. E. EGLITE – D. STAERMANS – V. PATEL – T.J. PUTNINS, *Using ETFs to conceal insider trading*, cit. alla nota 137.

sembra dare per scontato che cosa debba intendersi per investitore ragionevole, non fornendo precise argomentazioni a sostegno della conclusione poi raggiunta<sup>198</sup>.

I punti discutibili del (mancato) ragionamento in proposito della corte sono principalmente due<sup>199</sup>. In primo luogo, affermare che l'investitore ragionevole sia perfettamente consapevole che un evento, concernente un certo emittente, possa riverberare degli effetti finanziari anche su altre società quotate postula un referente naturalistico dello *standard* sicuramente non privo di una certa competenza finanziaria o, quanto meno, di un minimo livello di esperienza nei mercati.

Una conclusione simile non è certo *ex se* discutibile: da un lato, infatti, l'interpretazione dell'investitore ragionevole quale quello sofisticato è una delle più diffuse, almeno a livello di formante dottrinario<sup>200</sup>; dall'altra, le ricerche citate che provano l'estrema interdipendenza delle società quotate<sup>201</sup> sono diffuse ormai da anni, rendendo particolarmente complicato un'esegesi dello *standard* soggettivo che le trascuri *in toto*. Tuttavia, la perplessità maggiore è per l'ennesima volta la sensazione di vaghezza della giurisprudenza: sembra manifestarsi una certa identificazione dell'investitore ragionevole senza tuttavia dirlo espressamente ovvero senza sostenere le ragioni di un certo argomentare<sup>202</sup>.

A destare, tuttavia, le maggior incertezze è un secondo dubbio. Non è niente affatto certo che un investitore sia capace di individuare quella schiera di emittenti che, in possesso di caratteristiche rilevanti simili, potrebbero essere influenzati dagli eventi di un loro concorrente. Nella vicenda sottostante al procedimento *SEC v. Panuwat* sia l'autorità che poi il giudice identificano analiticamente una compagine di emittenti, valorizzando i seguenti connotati: operanti nel settore biofarmaceutico, concentrati in modo particolare sullo studio di cure oncologiche e, infine, di media capitalizzazione. Se la posizione assunta dalla corte potrebbe – come già *supra* accennato<sup>203</sup> – essere affetta in parte da un *hindsight*

---

<sup>198</sup> Sia la pretesa della SEC che il ragionamento successivo del giudice sembrano procedere per dogmi assunti. L'autorità, nella sua *complaint*, afferma: "Medivation's undisclosed acquisition would have been viewed by a reasonable investor in Medivation or Incyte as having significantly altered the total mix of information made available" (corsivo aggiunto). La corte, nel rigettare la *motion to dismiss* proposta da Panuwat, scrive: "the Medivation-Pfizer transaction would thus be significant to Incyte, and a reasonable Incyte investor would consider it important in deciding whether to buy or sell Incyte stock" (corsivo aggiunto).

<sup>199</sup> Simili incertezze sono anche evidenziata da S.J. CRIMMINS, "Shadow Trading" Becomes Insider Trading, cit. alla nota 154.

<sup>200</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.4.

<sup>201</sup> V. *supra*, Capitolo Terzo, §2.1.

<sup>202</sup> Si ricordi che la medesima sensazione si era già ravvisata con riferimento al formante giurisprudenziale italiano; v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4.

<sup>203</sup> V. Capitolo Secondo, §1.5.1.

*bias* dato il suo intervento necessariamente successivo al verificarsi della vicenda da giudicare<sup>204</sup>, deve ricordarsi ancora una volta come la prospettiva da seguire sia quella *ex ante*, potendo quanto accaduto *ex post* consistere esclusivamente in un mero riscontro probatorio empirico. Da una parte, risulta niente affatto semplice decidere quali siano quelle specifiche caratteristiche che rendono *davvero* somiglianti più emittenti tra loro: non può essere scelta qualsiasi qualità, ma soltanto quelle – per così dire – *rilevanti*<sup>205</sup>; dall'altra, altrettanto complicato risulta comprendere quali siano le società aventi quelle rilevanti proprietà. In proposito, nel corso della vicenda ora in analisi più volte viene ricordato che gli emittenti come Medivation o come Incyte fossero un numero assai esiguo, facilitando il compito di una loro individuazione<sup>206</sup>. Tuttavia – posto che non è nemmeno così scontato comprendere cosa si intenda quantitativamente per “limited number”<sup>207</sup> –, l'incombenza diventa maggiormente ardua quando gli emittenti potenzialmente considerati sono assai numerosi.

L'autorità finanziaria statunitense, d'altronde, a sostegno delle proprie pretese più volte ricorda che Panuwat è un individuo dalle profonde conoscenze finanziarie, sicuramente superiori a quelle medie, comunque queste possano essere intese<sup>208</sup>. In particolare, assume

---

<sup>204</sup> Anche se già detto *supra* (Capitolo Secondo, §1.5.1) pare qui opportuno ricordare che, per approfondimenti sul tema, cfr. J.J. RACHLINSKI, *A Psychological Theory of Judging in Hindsight*, in *The University of Chicago Law Review*, 1998, Vol. 65, No. 2, pp. 571-625.

<sup>205</sup> Pare utile, ai fini di una maggior comprensione del ragionamento proposto nel testo, un parallelismo. Negli ordinamenti di *common law* uno dei temi oggetto di intensi dibattiti è proprio quello dell'identificazione dei fatti *rilevanti*. Essendo i giudici vincolati al rispetto del precedente giudiziario – in applicazione del principio dello *stare decisis*, altrimenti detto *doctrine of binding precedent* –, ogni operatore giuridico deve essere in grado sia di comprendere quale sia il precedente rispetto alla controversia da giudicare, sia capire se la pronuncia così individuata possa non essere seguita perché non applicabile alla fattispecie *hic et nunc*. Da una parte, il precedente – e la relativa *ratio decidendi* – va identificata dopo aver comparato le vicende sottostanti al procedimento attuale e ad uno passato, valorizzando non qualsiasi fatto bensì, appunto, soltanto quelli *rilevanti*; dall'altra, un precedente individuato può non applicarsi se i fatti *rilevanti* attuali sono distinti rispetto a quelli *rilevanti* del passato (tecnica del *distinguishing*); cfr. F. SHAUER, *Il ragionamento giuridico. Una nuova introduzione*, Roma, Carocci, 2016. *Mutatis mutandis*, anche nel raffrontare differenti emittenti vanno identificate soltanto le caratteristiche rilevanti, quelle, cioè, idonee a comprendere quali siano le società influenzate, in termini finanziari, dalla divulgazione di un'informazione direttamente riferita soltanto ad una tra esse. Se il riconoscimento dei fatti rilevanti è compito spesso incredibilmente arduo – data la eterogeneità della realtà –, senza ombra di dubbio altrettanto può affermarsi – data l'estrema complessità dei mercati finanziari – anche per l'identificazione delle somiglianze rilevanti tra emittenti.

<sup>206</sup> Quello del numero esiguo degli emittenti considerati è un ulteriore elemento che mette in dubbio la forza persuasiva della decisione. Pare, in altre parole, che qualificare la condotta di Panuwat come illecito *insider trading* sia strettamente dipendente ai fatti specifici della vicenda, prescindendo da tentativi ulteriori di generalizzazione assoluta.

<sup>207</sup> *SEC v. Panuwat*, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021), p. 7.

<sup>208</sup> In particolare, nella *complaint* della SEC (§14), si legge: “Panuwat was an *expert* in the biopharmaceutical industry. He has undergraduate and graduate biology- and pharmaceutical-related degrees, as well as an MBA from a top business school. At the time of his Incyte trades, he had spent over *fifteen years* in the biopharmaceutical industry, including eight years in the global healthcare investment banking division of a top

estrema rilevanza che Panuwat, da più di un decennio, non soltanto abbia acquisito una notevole esperienza nei mercati, ma anche – e soprattutto – che tale esperienza sia maturata proprio nel settore biofarmaceutico. Questa connotazione di Panuwat consente di considerarlo effettivamente in grado, da un lato, di capire quali siano le somiglianze *rilevanti* tra emittenti e, dall'altro, di individuare quali siano le società con le caratteristiche così selezionate.

Se è corretto, pertanto, presumere che Panuwat sia un individuo perfettamente in grado di afferrare legami finanziari intercorrenti tra distinti emittenti – e, quindi, a conoscenza che un'informazione concernente direttamente uno di essi è idonea a influenzare l'andamento degli strumenti finanziari emessi dagli altri –, incerto invece è il salto logico che sia la SEC sia il giudice intraprendono. Il loro ragionamento pare essere il seguente: Panuwat, investitore della fattispecie concreta è, senza dubbio, profondo conoscitore del settore biofarmaceutico grazie a più che decennali studi teorici ed esperienza sul campo; Panuwat ha deciso, una volta appreso l'informazione ad oggetto un'immediata acquisizione, di acquistare strumenti finanziari emessi da una società economicamente collegata a quella fonte dell'informazione medesima; la conclusione è che, *allora*, l'investitore ragionevole avrebbe usato quel dato conoscitivo come base di una propria decisione di investimento.

Di tale ultimo salto logico – che appare piuttosto evidente, pur se inserito in una sequenza di enunciati linguistici apparentemente coerenti – due possono essere le soluzioni. La prima è una sorta di indifferenza del giudice al tentativo di maggior specificazione dello *standard* dell'investitore ragionevole. Evitando di incorrere in eccessive difficoltà ermeneutiche, si opta per un'assunzione dogmatica, dando per scontato cosa si intenda per investitore ragionevole, senza fornire ulteriori spiegazioni<sup>209</sup>. Se è vero che le eterogenee possibili interpretazioni del *test* dell'investitore ragionevole potrebbero in parte giustificare un tale atteggiamento della giurisprudenza, esso non pare completamente esente da critiche. È bene ricordare, infatti, che il procedimento ora sotto analisi è il primo ad oggetto una condotta di

---

investment bank and employment in business and strategic development at several biopharmaceutical companies. Panuwat had *significant knowledge and experience* concerning many aspects of the biopharmaceutical industry, including mergers and acquisitions” (corsivo aggiunto).

<sup>209</sup> S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading*” *Becomes Insider Trading*, cit. alla nota 154: “an objectively-defined reasonable investor *may not have made the same determinations as Panuwat*, as the SEC concedes that he was an industry “expert”, with science and MBA degrees and years of relevant work experience, and thus not a typical investor”. In altre parole, l'autore evidenzia una scissione: l'investitore ragionevole identifica un investitore tipico – tralasciando comunque cosa si intenda per esso... – sostenendo poi che Panuwat sia, tuttavia, denotato da competenze finanziarie superiori allo *standard*.

*shadow trading*. Sarebbero stati, forse, preferibili sforzi maggiori nell’esegesi e nelle argomentazioni. Un’indifferenza può anche in parte comprendersi rispetto a condotte – quelle tipiche di *insider trading* – che ormai all’unanimità e in modo consolidato sono qualificate illecite dall’ordinamento. Decidere su fattispecie del tutto nuove – anche se solo nel rigetto di una *motion to dismiss* – meriterebbe una più attenta analisi e riflessioni maggiormente approfondite<sup>210</sup>.

Come accennato, un’ulteriore spiegazione potrebbe addursi per il ragionamento costruito dalla corte. Per evitare di attribuire a quest’ultima un peccato di contraddizione ovvero di non persuasiva forza argomentativa, è possibile ritenere che si sia voluto, nel caso specifico, identificare l’investitore ragionevole direttamente in un operatore di mercato sofisticato e dotato di competenze superiori alla media<sup>211</sup>. Le tappe del discorso quindi si trasformerebbero nelle seguenti: *dato che* per investitore ragionevole si intende un attore di mercato con particolari competenze finanziarie e *dato che* Panuwat, esperto nel settore qui considerato, ha preso una certa decisione di investimento, *allora* un investitore ragionevole avrebbe agito nel medesimo modo<sup>212</sup>.

Si è visto<sup>213</sup> che identificare l’investitore ragionevole con quello sofisticato è una delle interpretazioni maggiormente diffuse, avvalorate secondo alcuni da una serie di argomentazione per lo più di tipo letterale o teleologico<sup>214</sup>. La teoria dello *shadow trading* si configurerebbe come un tassello ulteriore in questa costruzione ermeneutica. In primo luogo, potrebbe costituire una vera e propria argomentazione: dal momento che la normativa

---

<sup>210</sup> J.F. SAVARESE – W. CARLIN, *A New Variation in SEC Insider Trading Enforcement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, disponibile all’indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/20/a-new-variation-in-sec-insider-trading-enforcement/>, secondo cui “the issue of materiality is likely to be hard-fought”.

<sup>211</sup> È anche vero, tuttavia, che nel seguito della pronuncia, il giudice afferma (p.13) quanto segue: “an *ordinary trader* understands that buying or selling securities with such an intent is prohibited by law” (corsivo aggiunto). Il riferimento ad un investitore ordinario viene compiuto nel momento in cui deve essere accertato il requisito (non della materialità bensì quello) dell’elemento soggettivo (cd. *scienter*). Se è corretto dire, pertanto, che quanto affermato possa non applicarsi rigorosamente all’interpretazione dell’investitore ragionevole ai fini della significatività, resta comunque che rinvii a svariate forme di investitori rischia soltanto di creare incertezza e confusione.

<sup>212</sup> Così configurato, il ragionamento assume il carattere di un vero e proprio sillogismo, con tanto di premessa minore, premessa maggiore e conclusione. Nessuna critica può essere mossa ad una tale forma di riflessione. Tuttavia, la validità di un sillogismo dipende dalla correttezza delle sue premesse. L’identificazione dell’investitore ragionevole come investitore sofisticato non è un dato di verità oggettivo, bensì è frutto di una mera interpretazione.

<sup>213</sup> V. *supra* Capitolo Secondo, §1.4.

<sup>214</sup> Per esempio, nella dottrina europea, cfr. M. VENTORUZZO, *Reflections on the Notion of Reasonable Investor*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5-6, p. 1300. L’autore sostiene che – per evitare il crearsi di *standard* troppo variegati capaci soltanto di recare con sé confusione e incertezza – sarebbe preferibile, quindi, intendere l’investitore ragionevole come l’operatore “first-in-class, not an average investor”.

statunitense non attribuisce rilevanza al fatto che l'informazione provenga da un *certo* emittente piuttosto che un altro, allora anche la condotta di *shadow trading* deve considerarsi illecita. Sanzionando questa strategia di investimento, intrapresa per lo più da attori economici con competenze finanziarie superiori alla media, allora l'ordinamento qualificerebbe in sostanza l'investitore ragionevole come investitore sofisticato<sup>215</sup>.

In secondo luogo, punire lo *shadow trading* costituirebbe il naturale corollario della conclusione ermeneutica appena delineata.

Questa “nuova” modalità di profittare sulla base di un'informazione privilegiata – investendo su strumenti finanziari emessi da emittenti economicamente collegati – potrebbe rappresentare un punto di svolta definitivo nell'interpretazione dell'assai tormentata clausola dell'investitore ragionevole. Ed è proprio qui che lo studio della condotta di *shadow trading* è di estremo interesse anche per l'ordinamento dell'Unione Europea.

L'incertezza gravitante intorno all'interpretazione dell'investitore ragionevole, difatti, non caratterizza esclusivamente il quadro giuridico statunitense, ma anche, dall'introduzione dello *standard* nel 2003, quello europeo<sup>216</sup>. Dato che l'archetipo dell'investitore ragionevole previsto *ex art. 7 MAR* è da rinvenirsi nel *reasonable investor* di creazione giurisprudenziale<sup>217</sup>, in che modo tale figura soggettiva venga interpretata nell'ordinamento d'origine assume estrema rilevanza anche per il panorama europeo, potendosi così fornire una maggiore chiarezza sul punto.

Seppur rispetto ad una *motion to dismiss*, il ragionamento addotto dalla corte nel procedimento *SEC v. Panuwat* consente di tratteggiare un particolare, e specifico, modo di interpretare l'investitore ragionevole. Esso si identifica, in primo luogo, in un soggetto

---

<sup>215</sup> Dai primi commenti al procedimento *SEC v. Panuwat* emergono delle perplessità. Per esempio, è stato notato che qualificare illecite le condotte realizzate da Panuwat rischia di causare un *overdeterrence* eccessivo. Dato che – si sostiene – un investitore, *a fortiori* se ragionevole, dovrebbe investire in base a quanto conosce in modo più o meno approfondito, se la SEC cominciasse a perseguire le condotte di *shadow trading* allora si minerebbero le decisioni ponderate; cfr. S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading*” *Becomes Insider Trading*, cit. alla nota 154. Sembra, tuttavia, che critiche di siffatta natura non considerino un elemento invece discriminante: non tutte le informazioni su cui Panuwat ha deciso di investire erano pubbliche, ma una di queste – e forse la più importante – era senza dubbio privata (quella sull'acquisizione da parte di Pfizer). In altre parole, decidendo eventualmente di condannare lo *shadow trading* non si incentiverebbero investimenti basati su ignoranza o sull'ignoto, ma soltanto quelli che si poggiano su informazioni MNPI o, per dirla con terminologia europea, privilegiate. Peraltro, a ragionare diversamente si concluderebbe che nel contesto europeo – dove, come accennato, lo *shadow trading* è illecito – le operazioni sui mercati non presuppongono una conoscenza dei settori oggetto di investimento.

<sup>216</sup> Sull'introduzione della figura dell'investitore ragionevole nell'ordinamento europeo, v. *supra*, Capitolo Primo, §1.4.

<sup>217</sup> Sull'origine della figura dell'investitore ragionevole, nonché del suo basarsi – seppur poi specificandone le caratteristiche con riferimento ai mercati finanziari – sul *reasonable man*, v. *supra*, Capitolo Secondo, §1.1.

conscio del carattere di intrinseca interdipendenza esistente fra le società quotate. Si presume, in altre parole, che la ragionevolezza non possa *non* prendere in considerazione studi ormai risalenti, da una parte, e ampliamenti consolidati dall'altra. Se è vero che *SEC v. Panuwat* è il primo procedimento ad oggetto lo *shadow trading*, è tuttavia altrettanto vero che le ragioni d'essere di tale condotta – l'interrelazione fra emittenti – non è niente affatto tema nuovo.

Non solo. L'investitore ragionevole si presume avere, inoltre, la capacità di comprendere *quali* emittenti potranno essere influenzati da eventi direttamente attinenti a una certa società. Pur rimanendo ancora vivi i dubbi in proposito – essendo, come accennato, la vicenda sottostante a *SEC v. Panuwat* di facile accertamento nell'identificazione degli emittenti potenzialmente interessati anche secondo una prospettiva *ex ante* –, si tratta in ogni caso di un passo esegetico di grande importanza.

L'interpretazione dell'investitore ragionevole come operatore di mercato sofisticato non sarebbe affatto un'esegesi del tutto astrusa o controproducente rispetto ai fini della disciplina sugli abusi di mercato. Già ampiamente *supra* è stato ricordato che tale argomentazione ermeneutica pare potersi sostenere su ampi riferimenti normativi letterari<sup>218</sup>, oltre che sugli scopi esplicitamente individuati dal legislatore<sup>219</sup>.

Né si deve ritenere che, con un siffatto modo di procedere, gli investitori *non* sofisticati mancherebbero di tutela. Infatti, sia la regola di divulgazione delle informazioni al mercato – che sia eccezionale o abbia valenza generale a seconda degli ordinamenti – sia il divieto di *insider trading* parrebbero aumentare la propria portata applicativa. Gli investitori non sofisticati sarebbero, così, destinatari di una tutela quanto meno indiretta<sup>220</sup>: un più

---

<sup>218</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.4. Per comodità di lettura, si elencano qui gli argomenti letterali a sostegno dell'interpretazione dell'investitore ragionevole quale operatore di mercato sofisticato: l'art. 7 paragrafo 2 MAR prevede sia precisa anche quell'informazione che attiene “a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi”; l'art. 7 paragrafo 4 MAR qualifica l'informazione privilegiata come “uno degli elementi” su cui l'investitore ragionevole baserebbe le proprie decisioni di investimento.

<sup>219</sup> V. *supra*, Capitolo Secondo, §1.4. Come nella nota precedente, per comodità di lettura si riassume, qui, l'argomentazione di carattere teleologico che sostiene l'interpretazione dell'investitore ragionevole quale un operatore sofisticato. In particolare, impone, da una parte, la divulgazione di certe informazioni troverebbe la sua *ratio* nell'esistenza, nei mercati, di soggetti effettivamente in grado di comprenderle, potendo essi successivamente spostare quei volumi di risorse sufficienti ad influenzare i prezzi. Dall'altra, il divieto di *insider trading* annovera tra i propri obiettivi quello di evitare che le ingenti somme di denaro spese per l'elaborazione delle informazioni da parte degli investitori sofisticati non siano vane.

<sup>220</sup> Non si intende in alcun modo tralasciare gli studi della finanza comportamentale ampiamente illustrati *supra*, Capitolo Secondo, §1.5.1. e §1.5.2. Si potrebbe in proposito obiettare che, a dire il vero, nemmeno gli operatori sofisticati sono del tutto esenti da procedimenti euristici ovvero da pregiudizi cognitivi. Sia sufficiente fare, tuttavia, due rilievi. Da una parte, la maggior parte dei fattori di irrazionalità – salvo eccezioni, come

dettagliato e analitico inquadramento del valore fondamentale permetterebbe la formazione ancora più corretta dei prezzi degli strumenti finanziari.

Sembra qui opportuno segnalare che la condotta di *shadow trading* non pare così differente dalla teoria del mosaico così come *supra* illustrata<sup>221</sup>. Chi investe su strumenti finanziari rilasciati da un emittente economicamente collegato ad un altro, decide di farlo sulla base di un vero e proprio mosaico di informazioni. Panuwat, per esempio, è stato in grado di comprendere che specifici dati conoscitivi – l’acquisizione di Medivation, il numero ristretto degli emittenti aventi determinate caratteristiche, l’inclusione anche di Incyte in tale compagine – dovessero valutarsi in modo coerente e intrecciati l’uno all’altro. Il connubio conoscitivo consisterebbe, pertanto, in una serie di informazioni di per sé pubblicamente disponibili – le società in possesso di quelle qualità – e in un’informazione, al contrario, sicuramente privata – l’acquisizione da parte di Pfizer. La differenza rispetto alla tradizionale teoria del mosaico consisterebbe nell’inclusione, all’interno di esso, di notizie private provenienti da emittenti differenti rispetto a quelli i cui strumenti finanziari sono stati oggetto di investimento<sup>222</sup>.

Dal parallelismo ora tracciato tra *shadow trading* e teoria del mosaico pare possano compiersi due riflessioni conclusive.

Da una parte, pare evidente che sia nel contesto europeo – in base alla disciplina del MAR – sia in quello statunitense – almeno basandosi sul procedimento *SEC v. Panuwat* – questa differenza (*i.e.* la provenienza delle informazioni da un emittente differente rispetto a quello cui si riferiscono) non sia affatto discriminante per giustificare un trattamento giuridico differente rispetto al tradizionale *insider trading*.

Dall’altra, le due discipline sembrano presupporre ciascuna una differente interpretazione di investitore ragionevole. La teoria del mosaico postula la non applicazione del divieto di

---

parrebbe essere nel caso dell’*overconfidence* – affliggono per lo più investitori *non* sofisticati. Dall’altra, è già stato notato (*v. supra*, Capitolo Secondo, §2.1) che le ricerche della finanza comportamentale, pur straordinariamente interessanti per il loro approccio interdisciplinare, faticano a tradursi in una chiara e precisa regola di carattere giuridico. Il rischio, in sintesi, di un aumento eccessivo dei costi per gli emittenti – rispetto alla disciplina di *disclosure* – nonché di *overdeterrence* – con riferimento, invece, al divieto di *insider trading* – rimane di sottofondo.

<sup>221</sup> *V. supra*, Capitolo Terzo, §1.2 ss.

<sup>222</sup> Il fatto che possano esserci delle somiglianze non postula che *shadow trading* e teoria del mosaico identifichino due strategie di investimento perfettamente coincidenti. Da una parte, può sussistere la prima senza che vi sia al contempo la seconda: per esempio, le informazioni possono essere soltanto private, pur poi decidendo di investire in altri emittenti; dall’altra, può sussistere la seconda senza la prima: l’insieme delle informazioni – e pubbliche e private – vengono sfruttate per decidere di acquistare strumenti finanziari della società-fonte.

*insider trading* nei confronti di condotte che possono essere realizzate da soggetti con competenze finanziarie superiori alla media. Si ritiene, cioè, che il *test* dell'investitore ragionevole non si applichi in questo caso, perché incarna un'asticella inferiore rispetto a quella manifestata da chi è in grado di creare mosaici di informazioni.

Dal canto suo, invece, la qualificazione dello *shadow trading* come condotta illecita sembra concludere nel senso opposto. In altre parole, una strategia di investimento che può essere decisa tendenzialmente da operatori sofisticati rientra nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*. In questo modo, pertanto, il referente naturalistico dell'investitore ragionevole viene individuato in quello esperto<sup>223</sup>.

§2.5. *Le ulteriori valutazioni nel rigetto della motion to dismiss nel caso SEC v. Panuwat: la violazione del dovere fiduciario e l'elemento soggettivo. Una ricapitolazione delle conclusioni*

Per quanto non strettamente connesso al requisito di materialità, appare tuttavia opportuno analizzare – anche se più velocemente – gli ulteriori elementi su cui il giudice, nel procedimento *SEC v. Panuwat*, ha concentrato la propria attenzione<sup>224</sup>.

---

<sup>223</sup> Si potrebbe, in proposito, ragionare diversamente, nel senso di ritenere che sia la teoria del mosaico che lo *shadow trading* presuppongono la medesima interpretazione di investitore ragionevole come operatore sofisticato. In particolare, sarebbe possibile affermare, rispetto alla teoria del mosaico, che essendo essa una disciplina eccezionale non avrebbe ragione di esistere qualora già in generale l'investitore ragionevole non venisse identificato con uno esperto. Detto altrimenti, non avrebbe senso logico-giuridico prevedere una particolare disciplina a tutela dell'investitore sofisticato in una particolare situazione, se non si considerasse, in generale, investitore ragionevole l'investitore professionale. Esempi che possano essere d'ausilio sono numerosi. Si pensi, con riferimento all'ordinamento giuridico italiano, all'art. 1350 c.c., rubricato "atti che devono farsi per iscritto". Anche se il principio di libertà delle forme non è contenuto esplicitamente in alcuna previsione normativa, esso si ricava, appunto, ragionando *a contrario* a partire dalle sue eccezioni. Non avrebbe ragione di esistere la norma che impone per alcuni contratti la forma scritta *ad substantiam* – a pena, cioè, di nullità *ex art. 1418 c.c.* – se non fosse in vigore un principio generale di libertà delle forme. Il parallelismo, *mutatis mutandis*, parrebbe *prima facie* calzante: così come non è detto esplicitamente che esista la regola generale di libertà delle forme, allo stesso modo non si definisce, *expressis verbis*, l'investitore ragionevole come quello sofisticato. Tre, almeno, sono tuttavia le possibili obiezioni. In primo luogo, un tale modo di argomentare *a contrario* non è indenne a critiche: esso presume la natura eccezionale di una regola giuridica sulla base di un principio generale non scritto ma di matrice interpretativa: cfr. N. IRTI, *Idola libertatis. Tre esercizi sul formalismo giuridico*, Milano, Giuffrè, 1985. In secondo luogo, è eccezionale quella regola che si svolge in contraddizione rispetto a – *i. e.* ha una *ratio* differente a quella di – una generale; cfr. P. STANZIONE, *Manuale di diritto privato*, cit. alla nota 3, p. 11. Non sanzionare quelle condotte rientranti nella teoria del mosaico non è regola contrastante con la *ratio* del divieto – generale – di *insider trading*: in entrambi i casi, infatti, si tenta di perseguire l'efficienza dei mercati. Infine, i ragionamenti intorno alla teoria del mosaico non sembrano mai postulare la natura eccezionale della regola: nel contesto europeo, il considerando n. 28 MAR sembra, anzi, "semplicemente" statuire qualcosa in qualche modo già implicito; il ragionamento statunitense pare – allo stesso modo – guardare alla teoria del mosaico non come eccezione bensì come naturale conseguenza di un certo modo di intendere l'investitore ragionevole.

<sup>224</sup> Mentre le riflessioni intorno a come il requisito di materialità viene interpretato nella vicenda *SEC v. Panuwat* hanno un valore anche con riferimento al contesto giuridico europeo – si pensi, *in primis*,

Come già accennato, una delle principali differenze tra l'ordinamento europeo e quello statunitense è la necessità, nel secondo, che vi sia la violazione di un dovere fiduciario perché lo sfruttamento di un'informazione privilegiata sia qualificata come condotta illecita. Con particolare riferimento allo *shadow trading*, tale requisito è anzi elemento idoneo a creare particolare confusione e incertezza: è proprio l'assenza di esso nella disciplina del MAR a consentire una risposta rapida – nel senso dell'illiceità – alla questione sulla punibilità o meno di questa condotta<sup>225</sup>. È ormai più che pacifico e consolidato in giurisprudenza che l'*insider* che realizza una condotta di investimento sulla base di un'informazione MNPI lede quel legame di fiducia intercorrente con gli azionisti della società<sup>226</sup>. La situazione, invece, dell'*insider* che acquista strumenti finanziari emessi da *altro* emittente rispetto a quello fonte dell'informazione è, da questa prospettiva, profondamente differente. Nemmeno la *misappropriation theory*<sup>227</sup> – con la successiva estensione del campo di applicazione

---

all'interpretazione dell'investitore ragionevole –, i seguenti requisiti, ed in particolare quello della violazione di un dovere fiduciario, interessano strettamente l'ordinamento statunitense. Su quanto la violazione del dovere fiduciario sia elemento di differenziazione tra ordinamento statunitense ed europeo, cfr. F.A. GEVURTZ, *The Road Not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions*, 2017, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3062793>.

<sup>225</sup> Pur non essendo richiesto, come già più volte ricordato, il requisito della violazione di un dovere fiduciario, è tuttavia interessante notare che, talvolta, quest'ultimo è stato utilizzato all'interno di qualche ragionamento giuridico. Per esempio, nella pronuncia pronuncia CGUE, sent. 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV e Chris Van Raedmondonck c. CBFA*, causa C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806. Decidendo poi per la presunzione di utilizzo dell'informazione privilegiata (v. *infra*, alla nota 256), la CGUE sostiene che l'assenza di un preciso elemento psicologico – allora secondo la disciplina MAD – sia giustificato (punto 35) dalla “peculiarità dell'abuso di informazioni privilegiate che consente di presumere tale elemento psicologico partendo dalla riunione degli elementi costitutivi menzionati in detta disposizione”; la corte prosegue immediatamente dopo dichiarando: “anzitutto, il *rapporto di fiducia* che lega gli insider primari [...] all'emittente degli strumenti finanziari su cui vertono le informazioni privilegiate implica da parte loro una *responsabilità particolare* al riguardo” (corsivo aggiunto).

<sup>226</sup> È comunque da ricordare che alcuni autori sostengono ormai da anni che le condanne per *insider trading* prescindano spesso da un rigoroso accertamento di un dovere fiduciario leso. In proposito, cfr. D.M. NAGY, *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, in *Iowa Law Review*, 2009, Vol. 94, pp. 1315-1379.

<sup>227</sup> Come già accennato, la *misappropriation theory* ha la sua origine nella pronuncia *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997). La vicenda è la seguente: O'Hagan, *partner* di uno studio legale che assiste una società *bidder* nell'ambito di un'acquisizione, investe sulla società *target* prima della divulgazione al mercato dell'offerta di acquisto. L'Eight Circuit Court of Appeals, nella rigorosa applicazione della teoria classica di *insider trading*, ribalta la decisione di colpevolezza, sostenendo che O'Hagan non deteneva, al momento dell'investimento, alcun dovere di fiducia nei confronti della società *target*. La Corte Suprema è di un'altra opinione: il divieto di *insider trading* si estende anche nei confronti di chi, pur *outsider*, è vincolato ad un dovere di riservatezza verso la fonte dell'informazione (in questo caso, lo studio legale e il cliente dello stesso). In particolare, è necessario “some fiduciary, contractual, or similar obligation to the owner or rightful possessor of the information” (punto 663). Immediatamente dopo la pronuncia, i primi commenti già compresero le incertezze che la teoria avrebbe comportato; per un'analisi del tempo, cfr. Y. YOON – R.W. MCGEE, *Insider Trading and Finance Law after O'Hagan: A Discussion from the Perspectives of Law, Economics & Ethics*, in *Journal of Accounting, Ethics and Public Policy*, 1998, Vol. 1, No. 3, pp. 400-13.

soggettivo della normativa<sup>228</sup> – consente di assicurare una risposta *immediata* al quesito<sup>229</sup>. La *misappropriation theory*, infatti, non richiede che l'*insider* di una società sia vincolato da una qualche relazione di fiducia anche nei confronti di un secondo e differente emittente<sup>230</sup>. Già più volte è stato nella presente analisi notato che il rigetto della *motion to dismiss* nel caso *SEC v. Panuwat* non sembri tanto un riconoscimento formale e definitivo dell'illiceità dello *shadow trading*, quanto piuttosto una decisione intrinsecamente agganciata alle particolarità della vicenda concreta. Ad ulteriore conferma di una siffatta sensazione, il giudice ritiene – accogliendo anche in questo la posizione espressa dall'autorità finanziaria – che la fattispecie possa essere risolta con un'interpretazione ancora una volta estensiva della *misappropriation theory*. Infatti, Panuwat, come lavoratore di Medivation, ha firmato la *policy* di quest'ultima che, pur non vietando esplicitamente di investire in Incyte<sup>231</sup>,

---

<sup>228</sup> Sulla conseguente espansione del campo di applicazione soggettivo della disciplina a seguito della pronuncia *United States v. O' Hagan*, cfr. J.P. ANDERSON, *Poetic Expansions of Insider Trading Liability*, in *The Journal of Corporation Law*, 2018, Vol. 43, No. 2, pp. 367-373. A dimostrazione che la *misappropriation theory* ha esteso l'ambito di operatività del divieto di *insider trading* si noti che, qualora fosse stata applicata al tempo del giudizio, anche Chiarella sarebbe stato, probabilmente, condannato per abuso di informazioni privilegiate. La vicenda – culminata in una pronuncia della Corte Suprema del 1981 – è la seguente: Chiarella ricopriva una posizione lavorativa presso una società che si occupava di stampare documenti confidenziali nel corso di procedure tra imprese; egli più volte decise di investire sulla base di quelle informazioni, non ancora divulgate al mercato, che così otteneva. La Corte Suprema, rigettando il principio parità di accesso alle informazioni, non considera Chiarella responsabile di illecito *insider trading*, non avendo egli alcun tipo di dovere fiduciario nei confronti delle società coinvolte nelle procedure oggetto dei documenti di cui veniva in possesso per motivi lavorativi. Ad applicare la *misappropriation theory*, Chiarella sarebbe stato probabilmente considerato responsabile; a dirlo è, per esempio, M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, cit. alla nota 13, p. 564.

<sup>229</sup> A dimostrazione che un'eventuale applicazione della *misappropriation theory* non è del tutto sufficiente ad assicurare una soluzione rapida alla controversia ora in analisi, si noti che sia la SEC sia Panuwat sono concordi nell'affermare che quest'ultimo facesse parte di una relazione di fiducia con Medivation. Come rilevato dalla corte nel rigettare la *motion to dismiss* (p. 9): “the issue is whether Panuwat breached that duty by purportedly using the information about Medivation’s acquisition to buy the Incyte stock options”. L'estensione della *misappropriation theory* anche alle condotte di *shadow trading* è stata assicurata, nel caso specifico, grazie alla *policy* particolarmente estesa adottata da Medivation. Tuttavia, prima di tale procedimento, non era del tutto certo che investire sugli strumenti finanziari emessi da un emittente differente rispetto a quello da cui si è appresa l'informazione materiale potesse configurarsi come condotta idonea a violare il legame fiduciario tra l'*insider* e quest'ultima società quotata.

<sup>230</sup> Sia notato che la pronuncia *United States v. O' Hagan*, appena accennata, presenta una differenza rispetto alla vicenda in cui è implicato Panuwat. In quest'ultimo caso, infatti, gli strumenti finanziari acquistati non sono quelli emessi da una società *direttamente* coinvolta dalla procedura di acquisizione, bensì da una economicamente collegata. Non a caso, nella sua *motion to dismiss*, lo stesso Panuwat ammette che l'informazione relativa ad un emittente può impattare anche su una diversa società, ma *purché* sia comunque coinvolta dall'evento oggetto del dato conoscitivo. Perché Panuwat si comportasse nello stesso modo di O'Hagan sarebbe stato necessario che egli acquistasse gli strumenti finanziari di Medivation, la società *target* per cui al momento del fatto ricopriva una posizione lavorativa.

<sup>231</sup> Sarebbe, infatti, surreale che la *policy* di una società elencasse – secondo un'interpretazione poi qualificata come rigorosamente tassativa – *ogni* emittente i cui strumenti finanziari non possano essere oggetto di investimenti da parte dei lavoratori.

vietava di vendere o acquistare strumenti – sulla base, ovviamente, di informazioni materiali e non pubbliche – emessi da *altre* società quotate, “including all significant collaborators, customers, partners, suppliers, or competitors of the Company”<sup>232</sup>. Esattamente come quando le parti si sono scontrate in ordine all’importanza della fonte dell’informazione<sup>233</sup>, sia Panuwat sia la SEC si concentrano su argomenti di tipo letterale, salvo poi, ovviamente, raggiungere conclusioni differenti. Da una parte, il primo sostiene fosse permesso investire in Incyte non essendo quest’ultima inclusa nel gruppo, previsto dalla *policy* di Mediavion, di “all significant collaborators, customers, partners, suppliers, or competitors of the Company”<sup>234</sup>. Dall’altra, la seconda si concentra, ancora una volta, sul termine “include” della *policy*, chiara dimostrazione della natura propriamente esemplificativa dell’elenco stilato<sup>235</sup>. La corte accoglie l’interpretazione dell’autorità finanziaria – basata, d’altronde, sullo stesso metodo esegetico ad oggetto la Rule 10b5-1<sup>236</sup> –, vietando così gli investimenti basati su informazioni privilegiate nei confronti di *qualsiasi* società quotata.

La vicenda, almeno nel ragionamento del giudice, sembra essere – temporaneamente – risolta valorizzando l’elemento della *policy* interna alla società. Tale prospettiva, a ben

---

<sup>232</sup> Come ricordato dalla *complaint* della SEC (disponibile all’indirizzo: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2021/comp-pr2021-155.pdf>), il testo della *policy* di Medivation rilevante ai fini della vicenda è il seguente: “during the course of your employment [...] with the Company, you may receive important information that is not yet publicly disseminated [...] about the Company. Because of your access to this information, you may be in a position to profit financially by buying or selling or in some other way dealing in the Company’s securities [...] or the securities of another publicly traded company, including all significant collaborators, customers, partners, suppliers, or competitors of the Company. For anyone to use such information to gain personal benefit [...] is illegal”.

<sup>233</sup> V. *supra* (Capitolo Terzo, §2.2) con riferimento alla differente interpretazione – sostenuta da entrambi i fronti da argomenti letterali – della Rule 10b5-1, valorizzando, da una parte, l’espressione “that security” e, dall’altra, “in connection with the purchase or sale of *any* security” (corsivo aggiunto).

<sup>234</sup> È ovvio che l’obiettivo principe di Panuwat, data la sua posizione processuale, sia quello di circoscrivere il più possibile l’ambito di operatività del divieto di *insider trading*. Con riferimento alla violazione del dovere fiduciario, la tecnica utilizzata è quella dell’argomentazione *a contrario*. Dato un elenco – quello previsto dalla *policy* da lui sottoscritta – di certe tipologie di società, sostiene che il problema delle cd. fattispecie complementari – quelle, cioè, non espressamente previste – sia da risolvere nel senso di *escluderle* dall’enumerazione. In altre parole, si ritiene la *policy* tassativa e non meramente esemplificativa. Tale tecnica interpretativa è stata nel testo qualificata come interpretazione letterale, perché così viene identificata da Panuwat; ad uno sguardo più attento, in questo caso l’argomentazione *a contrario* conclude nel senso della costruzione di una regola inespressa che colma quella che, a rigore, sarebbe semplicemente uno spazio vuoto di diritto.

<sup>235</sup> Il problema delle fattispecie complementari viene risolto nel senso opposto rispetto a quanto sostenuto da Panuwat. Se quest’ultimo aveva escluso l’operatività della *policy* alle società non espressamente elencate, la SEC sostiene che anche quelle non previste debbano scontare le medesime conseguenze giuridiche.

<sup>236</sup> Sia rispetto alla Rule 10b5-1 sia con riferimento alla *policy* la parola discriminante risulta essere, nel ragionamento del giudice, “include”. Lo stesso giudice ne è consapevole, nel momento in cui afferma: “i read “include” in this context [nell’interpretazione della *policy* di Medivation] *the same way* I read it in the context of Rule 10b5-1(a)” (corsivo aggiunto).

vedere, potrebbe risultare non facile da utilizzare per risolvere fattispecie di *shadow trading* dai caratteri differenti rispetto al procedimento ora sotto analisi<sup>237</sup>.

Se l'elemento davvero discriminante fosse la *policy* di una società, insicurezze sorgerebbero in particolare in due situazioni: se il documento sottoscritto dagli *insider* non statuisse alcun divieto di investimento su *altri* emittenti; ovvero se, pur prevedendo una tale proibizione, stilasse un elenco dichiaratamente tassativo o, comunque, non tanto esteso quanto quello predisposto da Medivation<sup>238</sup>.

A leggere con rigore la decisione, senza commettere alcun peccato di interpretazione estensiva, sembrerebbe che la soluzione proposta sia la seguente: se la società vieta l'utilizzo delle informazioni privilegiate per investire in altri emittenti, allora la condotta rientra nel campo di applicazione della Section 10(b); se, al contrario, nulla disponesse in proposito la società, allora lo *shadow trading* non può essere equiparato al tradizionale *insider trading*<sup>239</sup>. La liceità o meno delle operazioni finanziarie è devoluta, in altre parole, all'auto-normazione dei singoli emittenti<sup>240</sup>. Una siffatta soluzione, tuttavia, non pare essere davvero risolutiva: le incertezze e i dubbi che ne seguono sono sia evidenti sia plurimi.

Il primo dubbio risente dell'estrema varietà delle *policy* ad oggi diffuse nel mercato, rischiando un trattamento eccessivamente disomogeneo dal punto di vista delle conseguenze giuridiche qualora si consolidasse la posizione sostenuta dal giudice nel procedimento *SEC v. Panuwat*<sup>241</sup>.

---

<sup>237</sup> I primi commentatori della vicenda *SEC v. Panuwat* paiono convenire su questo aspetto; per esempio, cfr. Y.A. LEE – A. ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, cit. alla nota 131, pp. 17 ss.

<sup>238</sup> Perplexità simili sono manifestate per esempio da B. JACOBS, *Jumping At Shadows: The Implications Of SEC v. Panuwat*, in *Forbes*, 26 gennaio 2022, disponibile all'indirizzo: <https://www.forbes.com/sites/insider/2022/01/26/jumping-at-shadows-the-implications-of-sec-v-panuwat/?sh=203818273dc1>. L'autore, infatti, afferma: “by focusing on Medivation’s insider trading policy, Judge Orrick did not resolve whether “shadow trading” would be unlawful absent an explicit policy prohibiting the conduct (or whether a narrow policy that fails to prohibit the conduct would provide a defense)”.

<sup>239</sup> Questa distinzione era già stata proposta da AYRES – J. BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, cit. alla nota 112, pp. 239 ss. Il procedimento *SEC v. Panuwat* sembra una conferma di tale costruzione teorica.

<sup>240</sup> *Ibidem*, p. 259: “the freedom of corporations to engage in [shadow] trading is even more clearly established”. Si ricordi che, in ogni caso, sarebbe stato differente qualora fosse stata *direttamente* la società-fonte dell'informazione – *i. e.* Medivation, nel caso specifico – a investire sulla base di quest'ultima. In questo caso, infatti, Medivation *non* avrebbe realizzato una condotta rientrante nel divieto di *insider trading*: la *misappropriation theory*, infatti, non si applica a tali circostanze; cfr. R.W. MCGEE, *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory*, in *Journal of Business Ethics*, 2010, Vol. 91, No. 1, pp. 70 ss.

<sup>241</sup> A rigore, la disomogeneità si può presentare in più forme distinte: in primo luogo, le società possono o meno prevedere un divieto di *insider trading* rispetto a società economicamente collegate; in secondo luogo, le *policy* possono stilare un elenco più o meno esteso; l'enumerazione può essere indicata come tassativa o esemplificativa; infine, la scelta operata dal singolo emittente può anche mutare nel tempo. La vicenda che implica Panuwat possiede tutte quelle caratteristiche che hanno permesso al giudice di considerare illecita

Alcuni studi mostrano come approssimativamente il 53% delle società impone un divieto di *shadow trading*; il rimanente 47% si limita a proibire lo sfruttamento di informazioni privilegiate, da parte di *insider*, per acquistare o vendere strumenti finanziari del solo emittente per cui essi lavorano<sup>242</sup>. Dato che le società potrebbero anche modificare le proprie scelte, vietando ora quanto prima era permesso<sup>243</sup> – tra l’altro, generando un ulteriore profilo di incertezza giuridica –, analisi ancora più recenti sembrerebbero mostrare un aumento dell’attenzione da parte degli emittenti: la condotta di *shadow trading* comincia ad essere oggetto di divieto in misura sempre maggiore<sup>244</sup>.

Al di là, poi, della disomogeneità contenutistica diffusa ad oggi nel mercato statunitense, è lecito dubitare – ed ecco il secondo e più importante dubbio – della ragionevolezza di una tale soluzione. Anche qualora – per ipotesi irrealistica – tutte le *policy* presentassero i medesimi contenuti e divieti<sup>245</sup>, susciterebbe comunque perplessità la proposta di considerarle punto di riferimento al fine di sanzionare una condotta di *insider trading*.

La rilevanza delle *policy* nei mercati statunitensi non va certo trascurata, anche con specifico riferimento all’abuso di informazioni privilegiate. Esse divengono fondamentali, infatti, laddove un certo emittente intenda escludere la propria responsabilità in caso di abuso di MNPI da parte di un soggetto direttamente o indirettamente controllato<sup>246</sup>. Proprio per tale

---

anche la condotta di *shadow trading*: la *policy* di Medivation prevedeva un divieto di investire anche su società altre; l’elenco di quest’ultime era assai esteso; l’enumerazione era meramente esemplificativa.

<sup>242</sup> Cfr. M.N. MEHTA – D.M. REEB – W. ZHAO, *Shadow Trading*, cit. alla nota 114, pp. 393 ss. Gli autori basano i loro risultati su un campione di 267 società quotate.

<sup>243</sup> Y.A. LEE – A. ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, cit. alla nota 131, p. 19. Gli autori citano l’esempio di Cisco, Inc. che in un primo momento permetteva lo *shadow trading*, per poi decidere di vietarlo. Medesima evoluzione ha anche interessato il codice di condotta di Facebook, Inc.

<sup>244</sup> *Ibidem*. Si può ipotizzare che una tale crescita – almeno, ovviamente, quella più recente – sia in parte conseguenza della decisione in *SEC v. Panuwat*. Così come alcune ricerche già citate mostrano una diminuzione considerevole delle condotte di *shadow trading* a seguito del rigetto della *motion to dismiss*, allo stesso modo l’aver posto al centro della pronuncia la *policy* potrebbe incentivare le società a propendere per la medesima posizione assunta da Medivation.

<sup>245</sup> Cfr. J.A. DUBOW – J. SHASANMI, *The Importance of Having and Following a Strong Public Company Insider Trading Policy*, in *Business Law Today*, 2011, pp. 2 ss., secondo cui le *policy* che prevedono il divieto di *insider trading* non dovrebbero essere tutte identiche ma, anzi, predisposte a seconda delle particolari caratteristiche dell’emittente.

<sup>246</sup> L’*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) del 1988 ha modificato direttamente il *Securities Exchange Act* del 1934. Per quanto qui di interesse, la “nuova” Section 21 A, numero 3) prevede sanzioni civili a carico delle entità in caso di *insider trading* commesso da chi era sottoposto ad un controllo diretto o indiretto di queste. In particolare, poi, per *broker* e *investment advisor* è previsto ulteriormente – dalla Section 15(f) – che essi debbano “establish, maintain and enforce written policies and procedures reasonably designed [...]”. La responsabilità è provata in due circostanze: la prima, se “the controlling person knew or was reckless in not knowing that the controlled person was likely to engage in insider trading and failed to take appropriate steps before the violation occurred”; la seconda, se “such controlling person knowingly or recklessly failed to establish, maintain, or enforce any policy or procedure required”. Per un procedimento avviato dalla SEC con riferimento alla Section 15(f) ora richiamata, cfr. *ibidem*, pp. 1-4.

ragione, dopo l'entrata in vigore dell'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA)* del 1988<sup>247</sup>, gli emittenti hanno predisposto un numero sempre maggiore di *policy*, in particolare al fine di prevenire – pur con tutte le inevitabili difficoltà<sup>248</sup> – violazioni della normativa da parte di soggetti controllati<sup>249</sup>.

È necessario, tuttavia, distinguere. Un conto è predisporre una *policy* al fine di escludere la responsabilità degli emittenti che mostrino di aver adottato sufficienti procedure per prevenire abusi di informazioni privilegiate. Questione altra è, invece, redigere una *policy* al fine di stabilire se la condotta di *insider trading* sia o meno lecita.

Nel primo caso, si devolve alla singola società la regolamentazione, in un certo senso, della propria responsabilità<sup>250</sup>. Nel secondo caso, si delega il compito di tracciare la linea di confine tra quanto sia lecito e quanto sia illecito.

---

<sup>247</sup> L'intervento normativo del 1988, con le modifiche apportate al *Securities Exchange Act*, è indicato dai più come la causa dell'incremento delle *policy* ad oggetto il divieto di *insider trading*; per esempio: S.M. BAINBRIDGE, *Insider Trading Compliance Programs*, 2019, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3312430>: “the incentive to adopt such compliance programs was enhanced following the 1988 adoption of ITSFEA, because adoption and effective implementation of a reasonable compliance program makes it significantly more difficult for the SEC to show that the issuer acted recklessly and/or failed to take appropriate steps with respect to potential illegal trading by its insiders”; ulteriormente: M.I. STEINBERG – J. FLETCHER, *Compliance Programs for Insider Trading*, in *SMU Law Review*, 1994, Vol. 47, p. 1785: “certainly, insider trading was a concern to organizations before that legislation, but the 1988 Act increased an organization's potential liability for the insider trading of its employees”.

<sup>248</sup> La principale difficoltà si presenterebbe rispetto alla questione più importante: che cosa si intende per *insider trading*. Si ricordi, infatti, che né il potere legislativo né la SEC hanno, ad oggi, introdotto una vera e propria definizione di tale condotta. Gli emittenti, in questo modo, si troverebbero già a questo punto in seria difficoltà: cfr. J.P. ANDERSON, *Solving the Paradox of Insider Trading Compliance*, in *Temple Law Review*, 2016, Vol. 88, No. 22, pp. 273-311.

<sup>249</sup> Per il contenuto di tali *policy*, cfr. *ibidem*, pp. 1791 ss. In particolare, è necessario: prevedere una concisa definizione di quali condotta rientrino nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*; una chiarificazione del concetto di materialità – che, tra l'altro, nei fatti ricalca ovvero riprende *ad litteram* quella fornita dalla Corte Suprema nel caso *TSC Industries, Inc. v. Northway* del 1976 (v. *supra*, Capitolo Primo, §1.2) –; ricordare le severe sanzioni previste dall'ordinamento in proposito; infine – per assicurare il massimo della chiarezza – le *policy* (p. 1792) “should provide the name of an individual who may be contacted to answer any question about the policy”. Le *policy*, ulteriormente, devono mostrare anche la piena consapevolezza dell'incertezza gravitante intorno al concetto, in particolare, di informazione materiale; in proposito, B.J. BONDI – S.D. LOFCHIE, *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, cit. alla nota 65, p. 195: “it is most important for [...] employees to understand that, where there is any doubt as to whether information may be material nonpublic information [...] the employee must promptly consult with appropriate compliance or legal personnel”.

<sup>250</sup> Un parallelismo, *mutatis mutandis*, può essere tracciato con il sistema normativo italiano. Si pensi, infatti, a quanto previsto dal D. Lgs. 231/2001. La disciplina ivi contenuta prevede un elenco tassativo di reati cd. presupposto la cui commissione, nell'interesse o a vantaggio dell'ente (art. 5), da parte di soggetti in posizione apicale ovvero in posizione subordinata è prodromica alla responsabilità dell'ente medesimo. Ad assumere straordinaria rilevanza è l'adozione eventuale, da parte dell'ente interessato, di modelli di organizzazione e di gestione finalizzati alla prevenzione dei reati presupposto (art. 6) che potrebbero così escludere la responsabilità dell'ente. Una tale incombenza, configurabile non come obbligo bensì come onere, non è tuttavia *ex se* sufficiente: è necessario che il modello sia stato anche attuato con efficacia. Si dice, non a caso, che l'approccio sia quello dei *compliance program* di origine statunitense. Per inciso e per quanto qui di interesse, si ricordi che l'art. 25-*sexies* prevede, tra i reati presupposto, quello di abuso di informazioni privilegiate

La decisione nel procedimento *SEC v. Panuwat* può anche condividersi rispetto alla decisione di qualificare quale *insider trading* anche la pratica di *shadow trading*. Quanto non può essere sostenuto, invece, è l'estremo – e del tutto eccessivo e irragionevole – peso attribuito alle *policy* delle società. Numerosi sarebbero, altrimenti i rischi: una disomogeneità contenutistica, un'irrazionale rilevanza delle *policy* nonché pericolose forme di elusione della normativa<sup>251</sup>.

In ogni caso – al di là del problema aperto della rilevanza delle *policy* – si è deciso che lo *shadow trading* debba rientrare a pieno titolo nei limiti tracciati dalla *misappropriation theory*<sup>252</sup>. Sarebbe, in altre parole, accolta quella posizione della SEC secondo cui la recente estensione del divieto di *insider trading* non travalicherebbe alcun confine normativo, ponendosi anzi come la conseguenza di una mera interpretazione estensiva<sup>253</sup>.

---

nonché di manipolazione del mercato; per la loro definizione, si applica il rinvio a quanto statuito dal TUF. Per un inquadramento del D. Lgs. 231/2001, cfr. F. SANTI, *La responsabilità delle società e degli enti. Modelli di esonero delle imprese*, Milano, Giuffrè, 2004; per un'illustrazione del D. Lgs. 231/2001 con riferimento specifico agli abusi di mercato, cfr. F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2008, fasc. 4, pp. 823-61.

<sup>251</sup> Il concetto di elusione, come ampiamente detto (v. in particolare *supra*, Capitolo Terzo, §2.2) è di primaria importanza in ordine alla condotta di *shadow trading*. La decisione di mettere al centro dell'eventuale accertamento le *policy* delle società potrebbe costituire un ulteriore incentivo a forme elusive della normativa. Si pensi, per esempio, ad aggiramenti del divieto di *insider trading* a livello internazionale. Dalla prospettiva dell'Unione Europea, sarebbe particolarmente invitante il piano di costituire una società negli Stati Uniti d'America per poi, nella relativa *policy*, non prevedere il divieto di certe condotte di *insider trading*. Per l'esigenza di uniformità nella regolamentazione del divieto di *insider trading* nell'ordinamento europeo e statunitense – al fine di prevenire strategie opportunistiche che ne sfruttino le eventuali differenze, come potrebbe accadere in tale caso –, cfr. I. BAUM – D. SOLOMON, *When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading*, in *University of Cincinnati Law Review*, 2019, Vol. 88, No. 1, pp. 95 ss.

<sup>252</sup> Così anche nel procedimento *SEC v. Panuwat*, in cui il giudice afferma: “although unique, the SEC’s theory of liability falls within the contours of the misappropriation theory” (corsivo aggiunto).

<sup>253</sup> Pare interessante individuare un diverso modo di procedere nel modo di interpretare la disciplina sugli abusi di mercato, in particolare – per quanto ora di interesse – con riferimento al divieto di *insider trading*. La giurisprudenza statunitense, accogliendo un'eguale posizione ermeneutica assunta ormai da anni dalla SEC – tende a interpretare qui il diritto mediante un'argomentazione di tipo estensivo. La giurisprudenza e la dottrina europee sembrano spesso propendere, invece, per un'interpretazione di tipo teleologico. Tra gli esempi numerosissimi che potrebbero portarsi, si ricordi la valorizzazione del fine della legge da parte di chi sostiene la necessità di due distinte definizioni di informazione privilegiata, una ai fini dell'*insider trading*, un'altra per la disciplina di divulgazione al mercato; in proposito, cfr. *ibidem*, pp. 82 ss. In ordine, invece, al formante giurisprudenziale, si pensi alla pronuncia CGUE, sent. 23 dicembre 2009, cit. alla nota 225, punto 37: “il fatto che l’art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6 non preveda espressamente un elemento psicologico tra gli elementi costitutivi dell’abuso di informazioni privilegiate si giustifica [...] con la finalità di detta direttiva che, come richiamato, in particolare, al suo secondo e al suo dodicesimo “considerando”, consiste nel garantire l’integrità dei mercati finanziari comunitari e nel rafforzare la fiducia degli investitori in tali mercati”. La differenza nell’approccio ermeneutico potrebbe spiegarsi in diversi modi: da una parte, l’esistenza, soltanto nell’Unione Europea, di una normativa che *expressis verbis* vieti l’abuso di informazioni privilegiate ha consentito al legislatore di dichiarare espressamente i fini della disciplina; dall’altra, la disciplina del MAR pare, come già accennato, fondarsi su un principio di parità di accesso alle informazioni, scopo tanto esteso ed intenso da giustificare il ricorso frequente ad esso per applicare il regolamento.

Adottando una tale interpretazione estensiva della *misappropriation theory*, è possibile allora compiere una riflessione conclusiva: l'ordinamento statunitense e quello europeo parrebbero, in questo modo, avvicinarsi notevolmente in quanto a portata applicativa del divieto di *insider trading*. Come già *supra* accennato<sup>254</sup>, la giurisprudenza statunitense, una volta abbandonato un approccio orientato ad una completa parità informativa sui mercati richiedendo la violazione di un dovere fiduciario, ha successivamente interpretato estensivamente tale ultimo requisito. Soltanto così condotte ritenute ingiuste vengono attratte nel campo di operatività del divieto.

Con questo modo di operare, la giurisprudenza sembra avvicinarsi nuovamente, anche se *de facto*, a quella concezione sugli abusi di mercato – ancorata, cioè, ad un *parity-of-information approach* – diffusa agli albori della nozione di materialità<sup>255</sup>. La *misappropriation theory* consentirebbe, in conclusione, un divieto tanto ampio quanto quello di portata pressoché incondizionata introdotto dall'art. 8 MAR.

Poche parole possono essere spese rispetto all'ultimo elemento giuridico – quello soggettivo (cd. *scienter*)<sup>256</sup> – oggetto di valutazione da parte del giudice nel rigettare la *motion to*

---

<sup>254</sup> V. *supra*, Capitolo Terzo, §2.2.

<sup>255</sup> Si ricordi che questa è, infatti, l'interpretazione di alcuni commentatori del procedimento *SEC v. Panuwat*: cfr. in proposito, S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading*” *Becomes Insider Trading*, in *Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets*, cit. alla nota 154.

<sup>256</sup> Dato che nel corso del presente capitolo si è cercato di evidenziare alcune delle differenze tra ordinamento statunitense ed europeo in ordine al divieto di *insider trading*, pare opportuno, anche se brevemente, ricordare come si profili l'elemento soggettivo nella disciplina dell'Unione Europea. L'art. 2 della Direttiva 89/592/CEE qualificava illecito il comportamento di chi investiva “sfruttando consapevolmente” l'informazione privilegiata. La direttiva 2003/6/CE, sempre all'art. 2, recitava: “gli Stati membri vietano alle persone di cui al secondo comma [gli *insider* e coloro coinvolti in attività criminali] di *utilizzare* tali informazioni [...]” (corsivo aggiunto). Tappa fondamentale in questa rapida analisi diacronica è la pronuncia CGUE, sent. 23 dicembre 2009, cit. alla nota 225. La CGUE ricorda proprio la differenza, appena accennata, tra le due direttive: l'espressione “sfruttando consapevolmente”, presente nell'intervento normativo del 1989, ha creato confusione negli ordinamenti nazionali, alcuni dei quali l'hanno interpretata come implicante un elemento psicologico. La sostituzione di “sfruttare” con “utilizzare” permette di concludere (punto 35) che la Direttiva 2003/6/CE “definisce in modo oggettivo gli abusi di informazioni privilegiate”, in modo che (punto 36) se un'operazione di mercato viene “effettuata quando il suo autore è in possesso di un'informazione privilegiata, quest'ultima, in linea di principio, deve essere ritenuta integrata al processo decisionale dell'autore”. La presunzione dell'intenzione, tuttavia, deve essere adeguatamente temperata dai diritti processuali riconosciuti dall'ordinamento europeo: è fatto, pertanto, salvo (punto 62) il rispetto dei diritti della difesa, e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione”. Sulla presunzione stabilita dalla pronuncia, cfr. L. KLOHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, Vol. 7, No. 2, pp. 347-66; sulla persistenza della presunzione negli anni successivi, cfr. M. KINANDER, *Ten years after: the Spector presumption in MAD, MAR and MAD II*, in *Capital Markets Law Journal*, 2019, Vol. 14, No. 3, pp. 364-80. La disciplina attuale è quella prevista dal MAR il cui art. 8 recita: “si ha abuso di informazioni privilegiate quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni [...]”.

*dismiss*<sup>257</sup>. La corte, riconoscendo l'esistenza di due opposti orientamenti sul significato dell'elemento soggettivo nelle condotte di *insider trading* – la necessità di un uso effettivo dell'informazione<sup>258</sup> ovvero la sufficienza di una mera consapevolezza del suo carattere privilegiato<sup>259</sup> – li ritiene, in ogni caso, soddisfatti entrambi. Da una parte, una serie di indizi si mostrano univoci nel ritenere che abbia investito *proprio* sulla base di quel dato conoscitivo ad oggetto l'acquisizione da parte di Pfizer<sup>260</sup>; dall'altro, la SEC ha sufficientemente provato che Panuwat, prima di investire, fosse stato adeguatamente informato dell'imminente procedura<sup>261</sup>.

In definitiva, la decisione della corte è di rigettare la *motion to dismiss* proposta da Panuwat. Nelle pretese dell'autorità finanziaria statunitense, nelle difese di Panuwat e nella pronuncia del giudice vi è la piena e perfetta consapevolezza dell'assoluta novità della vicenda: a tutti

---

<sup>257</sup> Per dovere di completezza, si ricorda qui che Panuwat lamenta anche la violazione della cd. *due process clause*. La clausola, prevista dal V e dal XIV emendamento, si estrinseca in un *procedural due process* (inteso come equo giudizio secondo una prospettiva processuale) e in un *substantive due process* (utilizzato di frequente dalla giurisprudenza come tutela di diritti sostanziali, in particolare quelli di libertà); sul punto, cfr. V. VARANO – V. BARSOTTI, *La tradizione giuridica occidentale. Testo e materiale per un confronto civil law common law*, Torino, Giappichelli, 2018, Sesta Edizione, pp. 321 ss. Panuwat tenta di sostenere che la posizione della SEC “stretches the misappropriation theory beyond what comports with due process”, in particolare perché “no one [...] ever understood the insider trading laws to prohibit the type of conduct alleged”. La corte non ritiene vi sia alcuna violazione della clausola sulla base di quanto già ampiamente affermato in precedente. Infatti, pur riconoscendo la novità assoluta della vicenda – “it is true that there appear to be no other cases where the material nonpublic information at issue involved a third party” –, tuttavia ritiene che la condotta di *shadow trading* rientri nel campo di applicazione del divieto di *insider trading*, a causa dell’“expansive language of Section 10(b)”. Inoltre, si sostiene che i requisiti previsti dall'ordinamento – l'elemento soggettivo e, soprattutto, la significatività – costituiscono sufficienti limiti perché il divieto non si espanda eccessivamente, in violazione della cd. *due process clause*.

<sup>258</sup> *In re Countrywide Fin. Corp. Sec. Litig.*, 588 F. Supp. 2d 1132, 1202-03 (C.D. Cal. 2008), in cui si legge: “Scienter [...] for insider trading requires that the insider *actually use* [...] the inside information in deciding to make the trade” (corsivo aggiunto).

<sup>259</sup> *SEC v. Moshayedi*, No. CV-12-01179, 2013 WL 12172131, (C.D. Cal. Sept. 23, 2013), secondo cui: “to show that [l’*insider*] traded on the basis of nonpublic, material information, the SEC must demonstrate his *awareness of possession* of that information” (corsivo aggiunto). La Rule 10b5-1 definisce la condotta (illecita) di *insider trading* “if the person making the purchase or sale *was aware of* the material nonpublic information when the person made the purchase or sale” (corsivo aggiunto).

<sup>260</sup> Si tratta, naturalmente, del requisito che più dipende dalle circostanze concrete della vicenda da giudicare. È necessario, infatti, un accertamento sufficientemente analitico che possa, cioè, individuare quelle circostanze idonee ad essere – diremmo con un lessico giuridico noto all'ordinamento italiano – gravi, precise e concordanti. In questo caso, il giudice evidenzia, in particolare: da molti mesi Medivation era interessata a capire se ci fossero delle proposte di acquisizione, ma soltanto una volta ricevuta l'informazione dell'imminente accordo con Pfizer, Panuwat ha deciso di investire; egli ha deciso di operare nel mercato entro pochi minuti; non aveva mai, prima di quel momento, acquistato o venduto strumenti finanziari emessi da Incyte. A criticare tale ricostruzione dei fatti è S.J. CRIMMINS, “*Shadow Trading*” *Becomes Insider Trading*, cit. alla nota 154, secondo cui sarà poi necessario considerare ulteriori circostanze fattuali che potrebbero portare ad una soluzione differente. In particolare, Panuwat ha operato sul mercato con il proprio computer e utilizzando l'*account* personale di investimento senza, pertanto, tentare in alcun modo di mascherare il proprio comportamento.

<sup>261</sup> La successione temporale degli eventi – prima comunicazione dell'imminente acquisizione e, poi, l'acquisto degli strumenti finanziari da parte di Panuwat – è in effetti fuori discussione.

appare evidente che da giudicare è il primo procedimento ad oggetto una condotta di *shadow trading*. Pur con tale contezza, i soggetti raggiungono conclusioni antitetiche: da una parte, Panuwat ritiene vi sia un'indebita ed illecita estensione dell'operatività del divieto di *insider trading*, insuscettibile di ampliarsi a tali condotte, per di più in spregio del principio di certezza del diritto (*rectius*: in violazione della cd. *due process clause*); dall'altra, la SEC e la corte sono concordi nel ritenere che, a ben vedere, non ci sia realmente nulla di nuovo: se da una prospettiva fattuale la vicenda è differente rispetto al tradizionale *insider trading*, da un'angolazione, invece, prettamente giuridica la fattispecie astratta – quella, cioè, prevista dalle disposizioni rilevanti così come interpretate dalla giurisprudenza – ricomprende anche lo *shadow trading*.

Tale apparentemente lucida analisi giuridica, tuttavia, si scontra con alcuni ostacoli. In particolare, la decisione sembra intensamente dipendere dalle variabili del caso concreto, senza alcun tentativo di generalizzazione o di astrazione della regola a casi ulteriori rispetto a quello sottoposto al giudizio della corte. Pur trattandosi di una *motion to dismiss*, è necessario un dibattito attentamente ponderato. Le riflessioni in merito sono, infatti, rilevanti per entrambi gli ordinamenti, quello statunitense e quello europeo.

Nel primo caso, ovviamente, i riverberi della qualificazione giuridica dello *shadow trading* si estrinsecano soprattutto rispetto alla violazione del dovere fiduciario: rimangono irrisolte delle questioni – tra cui cosa debba accadere qualora la *policy* di una società *non* vieti tale condotta – e si rischia, devolvendo le decisioni ai singoli emittenti, di causare un'eccessiva disomogeneità nella regolamentazione. Il tutto senza prendere in considerazione, come *supra* accennato, che la decisione di ritenere così discriminante la fonte della *policy* per sanzionare una certa condotta di *insider trading* appare del tutto irragionevole.

Nel secondo caso – per l'ordinamento, cioè, europeo – le riflessioni sul caso *SEC v. Panuwat* si debbono concentrare per lo più sull'interpretazione dell'investitore ragionevole. Pur se accomunate dall'essere prospettive non generali bensì specifiche con cui analizzare la nozione di significatività, teoria del mosaico e *shadow trading* – così come disciplinate e interpretate – paiono condurre a due differenti concezioni dell'investitore ragionevole. Nel primo caso, la figura soggettiva viene identificata con un agente medio di mercato; nel secondo caso, invece, il *test* si concretizza nel senso di un operatore sofisticato.

La clausola dell'investitore ragionevole si conferma, pertanto, strumento indispensabile perché situazioni differenti – se pur incentrate comunque sulla nozione di materialità –

vengano trattate in modo differente in termini giuridici, a seconda degli obiettivi di volta in volta cui tenda l'interprete. Tale capacità quasi ontologica dello *standard* della significatività consente due riflessioni finalmente conclusive.

Da una parte, l'investitore ragionevole, si dimostra essenziale perché, pur senza alcuna modifica normativa, la disciplina dei mercati finanziari permetta di ottenere la regolamentazione *ad hoc* più efficiente. Una sua interpretazione come agente medio di mercato consente di qualificare come lecita la teoria del mosaico. Una sua identificazione con un operatore sofisticato permette di ritenere, invece, la condotta di *shadow trading* come illecita. Un suo riferirsi ad un investitore razionale è di ausilio per accertare il carattere di materialità delle informazioni ESG.

Dall'altra, non è possibile fornire una sola interpretazione dell'investitore ragionevole né si può ragionevolmente attendere che si diffonda una sola concezione di esso in ambito sia europeo – in tutti gli Stati Membri – sia statunitense. È stato, pertanto, fondamentale tentare di dimostrare che, *indipendentemente* da come si interpreti la figura soggettiva, le informazioni ESG sono, comunque, materiali.



## CONCLUSIONI

Con il presente lavoro si è tentato di analizzare la fondamentale nozione di materialità, altrimenti detta – nell’ordinamento dell’Unione Europea – significatività.

La costruzione giuridica nasce in un tipico contesto di *common law*, con la pronuncia *TSC Industries, Inc. v. Northway* del 1976 e, in poco tempo, assume un ruolo centrale in una molteplicità di discipline giuridiche, tra cui in particolare in quelle di *disclosure* e di divieto di *insider trading*. Essa consta di due distinti aspetti: uno oggettivo – l’influenza sui prezzi – nonché uno soggettivo – l’investitore ragionevole. Entrambi i componenti debbono, per necessità, sussistere cumulativamente perché una certa informazione possa qualificarsi come materiale.

L’ordinamento europeo – comunitario prima, dell’Unione Europea poi – risente con evidenza dell’influenza statunitense, affinando con la Direttiva 2003/6/CE e la successiva Direttiva 2003/124/CE la nozione di significatività. Un’informazione è privilegiata qualora essa sia idonea ad avere un’influenza sui prezzi nonché di essere presa in considerazione da un investitore ragionevole come base dei propri investimenti. Se privilegiata, allora, da una parte, gli emittenti sono tenuti a divulgare l’informazione; dall’altra, certi soggetti (in particolare gli *insider*) debbono astenersi dall’investire sulla base di essa. Il regolamento MAR del 2014 conferma tale impostazione.

L’analisi della materialità è risultata essenziale per comprendere una delle evoluzioni più imponenti e capillari dei mercati finanziari negli ultimi anni: la finanza sostenibile. In particolare, per studiare quest’ultimo fenomeno è di primaria importanza capire se le informazioni ESG possano acquisire il carattere di significatività.

Se la materialità consta di due componenti essenziali, si è ritenuto fondamentale scindere l’analisi.

Il primo obiettivo – funzionale a quello finale – è stato quello di studiare se, e quanto, le informazioni ESG possano influire sui prezzi degli strumenti finanziari. Ricorrendo alle tradizionali teorie economiche su cui sembrano poggiare le odierne discipline dei mercati finanziari, i risultati hanno permesso di rispondere affermativamente alla questione.

Se un’informazione influisce sui prezzi ove attenga al valore fondamentale e se il valore fondamentale dipende dal flusso di cassa futuro e dal rischio di rendimento, allora la ricerca si è mossa analizzando separatamente il rapporto tra informazione ESG, da una parte, e tali

due componenti dall'altra. In entrambi i casi, i risultati hanno permesso di identificare alcune delle informazioni ESG come idonee ad influire sui prezzi in quanto in grado di impattare sul flusso di cassa nonché sul rischio di rendimento.

Il secondo obiettivo – sempre funzionale a quello finale – è stato quello di osservare come l'investitore ragionevole consideri le informazioni ESG. Dopo una disamina delle plurime, e antitetiche, interpretazioni che possono essere fornite di tale clausola, si è deciso di non prendere *una tantum* posizione sul dibattito in proposito. Si è voluto denotare l'analisi di un carattere profondamente trasversale e generale, cercando di dimostrare che, *indipendentemente* dalla concezione ermeneutica dell'investitore ragionevole, esso prenderebbe in considerazione *in qualsiasi caso* le informazioni sulla sostenibilità come base delle proprie decisioni di investimento. I risultati confermano l'intento.

Particolare attenzione, tuttavia, è stata attribuita a recenti proposte di modifica della disciplina europea sugli abusi di mercato. Pur se non definitivamente accolte, sono parse di straordinaria rilevanza perché suscettibili di esprimere una certa, specifica interpretazione dell'investitore ragionevole: l'attore razionale di mercato. Data la persistenza di tali proposte, lo scopo è stato di provare la rilevanza delle informazioni ESG anche per un investitore razionale. I risultati confermano l'intento anche in questo caso.

Una piena comprensione della nozione di investitore ragionevole è possibile soltanto ove studiata anche come *law in action* nell'ordinamento di origine: quello statunitense.

Qui, ormai da anni si è già formata una cospicua giurisprudenza su come l'investitore ragionevole, interpretato come attore perfettamente razionale, *non* consideri informazioni che abbiano certe caratteristiche linguistiche. Il rischio è che le informazioni ESG rientrino anche in tale categoria. Pertanto, senza voler mutare *in toto* la concezione dell'investitore ragionevole ormai diffusa nella giurisprudenza, la ricerca ha condotto verso una proposta auspicabilmente efficace. La giurisprudenza statunitense dovrebbe includere qualsiasi informazioni ESG in quanto esse vengono considerate significative *anche* da un attore di mercato razionale. I risultati raggiunti nel contesto dell'Unione Europea dovrebbero estendersi, pertanto, anche nell'ambito giuridico statunitense.

I risultati della presente ricerca dimostrano che alcune delle informazioni ESG possono divenire materiali perché in grado sia di influire sui prezzi sia di essere ritenute rilevanti da un investitore ragionevole.

Qualificate così le informazioni sulla sostenibilità, allora è parso utile studiare la nozione di materialità con riferimento a due discipline del tutto speciali, anche se non eccezionali: la teoria del mosaico e lo *shadow trading*.

I risultati ottenuti assumono estrema rilevanza sia rispetto all'ordinamento europeo sia a quello statunitense, in particolare in riferimento alla clausola dell'investitore ragionevole.

La teoria del mosaico – che prevede la possibilità che un certo individuo sia capace di combinare più informazioni in un mosaico complesso – sembra presupporre l'investitore ragionevole come agente medio di mercato.

La condotta di *shadow trading* – consistente nella strategia di investire in emittenti differenti rispetto a quelli cui si riferisce *direttamente* l'informazione –, in quanto qualificata come illecita, pare invece individuare il referente dell'investitore ragionevole come operatore sofisticato.

Per quanto apparentemente contraddittori, i risultati sono perfettamente coerenti con l'impostazione adottata nel presente lavoro.

La nozione di materialità – e in particolare la figura dell'investitore ragionevole – consente intrinsecamente di ricondurre simili fattispecie a conseguenze giuridiche differenti. L'utilizzo di tale *standard* permette, in altre parole, di predisporre discipline variegata a seconda dei diversi obiettivi che si pone il legislatore ovvero l'interprete.

Così, l'investitore ragionevole interpretato come razionale consente di qualificare materiali le informazioni ESG. L'investitore ragionevole inteso come agente medio è fondamentale perché la creazione di mosaici di informazioni non venga ritenuta condotta illecita. L'investitore ragionevole concepito come operatore di mercato è di ausilio perché rientri nel campo di applicazione della normativa una condotta, quella di *shadow trading*, elusiva.

Studiare la materialità rispetto alla teoria del mosaico e allo *shadow trading* è stato rilevante anche ad un secondo fine. Se è vero che non è possibile fornire un'*univoca* interpretazione dell'investitore ragionevole – e, quindi, della materialità – quanto dimostrato nel secondo capitolo ha valore discriminante.

L'informazione ESG, indipendentemente da come si intenda l'investitore ragionevole, è significativa.



## BIBLIOGRAFIA

- NICCOLÒ ABRIANI, *Intelligenza artificiale e fattori ESG*, in *Giurisprudenza italiana*, 2022, fasc. 8-9
- GIORGIO ACUNZO – ROBERTO GIACOMELLI, *Principi internazionali sull’informativa di sostenibilità: proposte a confronto*, in *Bilancio e Revisione*, 2022, fasc. 10.
- ROBERTO ADAM – ANTONIO TIZZANO, *Manuale di diritto dell’Unione Europea*, Torino, Giappichelli, 2017, Seconda Edizione.
- JAWAD M. ADDOUM – DAVID T. NG – ARIEL ORTIZ-BOBEA, *Temperature Shocks and Industry Earnings News*, SSRN-Working Paper 2019, disponibile all’indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3480695](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3480695).
- RON ADNER – RAHUL KAPOOR, *Value Creation in Innovation Ecosystems: How the Structure of Technological Interdependence Affects Firm Performance in New Technology Generations*, in *Strategic Management Journal*, 2010, Vol. 31, No. 3.
- CAITLIN AJAX – DIANE STRAUSS, *Corporate Sustainability Disclosures in American Case Law: Purposeful or Mere 'Puffery'?*, in *Ecology Law Quarterly*, 2019, Vol. 45, No. 4.
- MARK ALEKSANYAN – J DANBOLT – ANTONIOS GANOS – BETTY WU, *I only fear when I hear: How media affects insider trading in takeover targets*, in *Journal of Empirical Finance*, 2022, Vol. 67.
- ALBERTO ALESSANDRI, *Rassegna sugli abusi di mercato: la manipolazione del mercato*, in *Giurisprudenza Commentata.*, 2015, fasc. 2.
- A. ALESSANDRI, *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2016, fasc. 1.
- RICCARDO ALESSI, “Market egalitarianism” e “insider trading”, in *Rivista delle Società*, 1980, fasc. 4-5.
- CHRISTOS ALEXAKIS – ANTONIOS CHANTZIARAS – FOTINI ECONOMOU – KONSTANTINOS ELEFThERIOU – CHRISTOS GROSE, *Animal Behavior in Capital Markets: Herding Formation Dynamics, Collective Interest, and the Role of a Predator*, 2022, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4239135>.
- ENRICO AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappichelli, 2012.

- JOHN P. ANDERSON, *Solving the Paradox of Insider Trading Compliance*, in *Temple Law Review*, 2016, Vol. 88, No. 2.
- J.P. ANDERSON, *Insider Trading and the Myth of Market Confidence*, in *Washington University Journal of Law & Policy*, 2018, Vol. 56, No. 1.
- J.P. ANDERSON, *Poetic Expansions of Insider Trading Liability*, in *The Journal of Corporation Law*, 2018, Vol. 43, No. 2.
- FILIPPO ANNUNZIATA, *Behavioural Finance and Markets Efficiency: Is There a Dialogue? A Preliminary Reflection on Regulation 596/2014/EU*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2016, Vol. 5.
- F. ANNUNZIATA, *Un Robinson Crusoe alla borsa di Londra. «The villainy of stock-jobbers» (1701) e «The anatomy of exchange alley» (1719) di Daniel Defoe*, Milano, La Vita Felice, 2019.
- F. ANNUNZIATA – MARTINA SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento Market Abuse*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 1.
- F. ANNUNZIATA – MICHELE SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 2-3.
- F. ANNUNZIATA – MARCO LAMANDINI, *“Questo è un nodo avviluppato”: divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2022, fasc. 1-
- ALESSANDRA ARCURI – ROBERTO PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, voce dell’*Enciclopedia del Diritto*, Vol. VI, Milano, Giuffrè, 2002.
- EITAN AROM, *The Hidden Value Injury of Sustainability Disclosure*, in *Columbia Law Review*, 2021, Vol. 121, No. 3.
- H. SCOTT ASAY – JEFFREY HALES, *Disclaiming the Future: Investigating the Impact of Cautionary Disclaimers on Investor Judgments Before and After Experiencing Economic Loss*, in *The Accounting Review*, 2018, Vol. 93, No. 4.
- EMILIOS AVGOULEAS, *Cognitive Biases and Investor Protection Regulation an Evolutionary Approach*, 2008, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1133214>.
- IAN AYRES – JOE BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, in *Stanford Law Review*, 2001, Vol. 54, No. 2.
- I. AYRES – STEPHEN CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in *Michigan Law Review*, 2002, Vol. 101, No. 2.

ADAM B. BADAWI – FRANK PARTNOY, *Social Good and Litigation Risk*, in *Harvard Business Law Review*, 2022, Vol. 22.

STEPHEN P. BAGINSKI, *Intraindustry Information Transfers Associated with Management Forecasts of Earnings*, in *Journal of Accounting Review*, 1987, Vol. 25, No. 2.

STEPHEN M. BAINBRIDGE, *The Iconic Insider Trading Cases*, 2008, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1097744>.

S.M. BAINBRIDGE, *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to The Insider Trading Research Handbook*, UCLA School of Law, 2012, Law-Econ Research Paper No. 12-15, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2141457>.

S.M. BAINBRIDGE, *Insider Trading Compliance Programs*, 2019, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3312430>.

S.M. BAINBRIDGE, *A Critique of the Insider Trading Prohibition Act of 2021*, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3869222>.

CRISTINA BANNIER – YANNIK BOFINGER – BJÖRN ROCK, *Doing Safe by Doing Good: ESG Investing and Corporate Social Responsibility in the U.S. and Europe*, in *Center for Financial Studies*, 2019, Working Paper Series No. 621, disponibile all'indirizzo: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/200161/1/1668853329.pdf>.

MARCO ALESSANDRO BARTOLUCCI, *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, in *Le Società*, 2019, fasc. 5.

STEFANO BASTIANON, *The economics of European football: from financial fair play to financial sustainability*, in *Rivista di Diritto ed Economia dello Sport*, 2022.

ROBERT H. BATTALIO – SHANE A. CORWIN – ROBERT H. JENNINGS – ANTONINO EMANUELE RIZZO – RAFAEL ZAMBRANA, *The Role of Reputation in Financial Markets: The Impact of Broker Dark Pool Scandals on Institutional Order Routing*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4172424>.

IDO BAUM – DOV SOLOMON, *When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading*, in *University of Cincinnati Law Review*, 2019, Vol. 88, No. 1.

I. BAUM – D. SOLOMON, *Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis*, in *Bocconi Legal Papers*, 2020, 14, 13, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4058337>.

VIVIEN BEATTIE – MICHAEL JOHN JONES, *Impression Management: The case of inter-country financial graphs*, in *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 2000, Vol. 9.

LUCIAN ARYE BEBCHUK – CHAIM FERSHTMAN, *Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, Vol. 29, No. 1.

GUNNAR BECK, *The Legal Reasoning of the Court of Justice of the EU*, Oxford, Hart, 2012.

ROBERTO BIN – GIOVANNI PITRUZZELLA, *Diritto Costituzionale*, Torino, Giappichelli, 2018, Diciannovesima Edizione.

BARBARA BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investor, Efficient Market*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, 2013, Vol. 22, No. 5.

FISCHER BLACK, *Noise*, in *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3.

BENJAMIN M. BLAU – TODD G. GRIFFITH – RYAN J. WHITBY, *On the Ethics of “Non-Corporate” Insider Trading*, in *Journal of Business Ethics*, 2022, Vol. 177.

ROBERT BLOOMFIELD, *Traditional vs. Behavioral Finance*, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1596888>.

OLIVIE BOIRAL, *Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI report*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2013, Vol. 26, No. 7.

BRADLEY J. BONDI – STEVEN D. LOFCHIE, *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, in *New York University Journal of Law and Business*, 2012, Vol. 8.

RICHARD A. BOOTH, *The Two Faces of Materiality*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, Vol. 38.

SATYAJIT BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, in DANIEL C. ESTY – TODD CORT (a cura di), in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020.

RICHARD BREALEY – STEWART MYERS – FRANKLIN ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill Education, 2019, Tredicesima Edizione.

FERDINANDO BRUNO – NICOLETTA RAVASIO, *Ambito soggettivo ed oggettivo dell’informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Le Società*, 2007, fasc. 8.

SABRINA BRUNO, *Climate Corporance Governance: Europe vs. USA*, in *European Company and Financial Law Review*, 2019, Vol. 16, 6.

MIKE BUCKLE – JING CHEN – QIAN GUO – CHEN TONG, *Do ETFs lead the price moves? Evidence from the major US markets*, in *International Review of Financial Analysis*, 2018, Vol. 58.

NIKLAS BUSSMANN – ALESSANDRA TANDA – ELLEN PEI-YI YU, *Can ESG Shape Cost of Capital? A Bibliometric Review and Empirical Analysis Through ML*, 2022, disponibile  
 all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4173890> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4173890>.

LUCIA CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3.

MARY ELLEN CARTER – BILLY SOO, *The Relevance of Form 8-K Reports*, in *Journal of Accounting Research*, 1999, Vol. 37, No. 1, pp. 119-32.

DONATO CARUSI, *L'ordine naturale delle cose*, Torino, Giappichelli, 2011.

D. CARUSI, *Storia della caparra infame. Il diritto dei contratti tra "interpretazione analogica" e istanza di "giustizia materiale"*, in ANDREA D'ANGELO – VINCENZO ROPPO (a cura di), *Annuario del contratto*, Torino, Giappichelli, 2016.

CARLOTTA CASSANI, *L'insider trading tra indeterminatezza ed eccesso di delega*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, fasc. 2, pp. 115-35.

RICHARD A. CAZIER – KENNETH J. MERKLEY – JOHN TREU, *When are Firms Sued for Qualitative Disclosures? Implications of the Safe Harbor for Forward-Looking Statements*, in *The Accounting Review*, 2020, Vol. 95, No. 1.

R.A. CAZIER – JEFF L. MCMULLIN – J. TREU, *Are Lengthy and Boilerplate Risk Factor Disclosures Inadequate? An Examination of Judicial and Regulatory Assessments of Risk Factor Language*, in *The Accounting Review*, 2021, Vol. 96, No. 4.

LUIGI DOMENICO CERQUA – GIOVANNI CANZIO – LUCA LUPARIA, *Diritto penale delle società*, Tomo I, Padova, Cedam, 2014.

ERIC C. CHAFFEE, *Schrodinger's Hacker: Insider Trading and Data Breaches*, in *Tennessee Journal of Law and Policy*, 2020, Vol. 15, No. 1.

JENGFANG CHEN – WOODY M. LIAO – GUAN-SYUN WU – YANJIE YANG, *Information Transfers and Insider Trading in Stock Substitutes: Evidence from*

*Economically Linked Firms in the Supply Chain*, in *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2019, Vol. 4.

BEITING CHENG – IOANNIS IOANNOU – GEORGE SERAFEIM, *Corporate Social Responsibility and Access to finance*, in *Strategic Management Journal*, 2011, Vol. 35, No. 1.

MIRIAM A. CHERRY – JUDD F. SNEIRSON, *Beyond Profit: Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing After the BP Oil Disaster*, in *Tulane Law Review*, 2011, Vol. 85, No. 4, pp. 983-1038.

M.A. CHERRY – J.F. SNEIRSON, *Chevron, Greenwashing, and the Myth of 'Green Oil Companies'*, in *Journal of Energy, Climate, and the Environment*, 2012, Vol. 3.

PIERLUIGI CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, Il Mulino, 2007.

MARIO PILATO CHITI, *Il nuovo Codice dei contratti pubblici. Il sistema delle fonti nella nuova disciplina dei contratti pubblici*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2016, fasc. 4.

S. CHOI – ADAM C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, Vol. 56, No. 1.

JOHN C. COATES, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, in *Harvard Public Law*, 2018, Working Paper No. 19-07, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3247337](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3247337).

JOHN C. COFFEE., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in *The Business Lawyer*, 2005, Vol. 60, No. 2.

J.C. COFFEE, *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, in *Columbia Law and Economics*, 2013, Working Paper No. 439, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2221475>.

J.C. COFFEE, *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, 2017, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3058319>.

J. C. COFFEE, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *European Corporate Governance Institute Law*, Working Paper No. 541/2020, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3678197](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3678197).

JOSEPHINE COFFEY, *The Reasonable Investor Test across Two Continents*, in *Journal of the Australian Law Teacher Association*, 2008.

J. SCOTT COLESANTI, *Wall Street as Yossarian: The Other Effects of the Rajaratnam Insider Trading Conviction*, in *Hofstra Law Review*, 2012, Vol. 40.

GIAN DOMENICO COMPORTI, *Energia, ambiente e sviluppo sostenibile*, in *Rivista giuridica dell'ambiente*, 2022, fasc. 3.

MADISON CONDON, *Externalities and the Common Owner*, in *Washington Law Review*, 2020, Vol. 95, No. 1.

FEDERICO CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2010.

F. CONSULICH – FRANCESCO MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2.

F. CONSULICH, *Il nastro di Mobius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2018, fasc. 2.

FRANCESCO CONTE, *La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi*, in *federalismi.it*, 2022, fasc. 33.

ANGELO CONTRINO – EUGENIO DELLA VALLE – ALBERTO MARCHESELLI – ENRICO MARELLO – GIUSEPPE MARINI – SEBASTIANO MESSINA – MAURO TRIVELLIN, *Fondamenti di diritto tributario*, Milano, Wolters Kluwer, 2020.

DIEGO CORAPI, *L'“insider trading” nelle società per azioni americane*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1968, fasc. 1.

MONICA COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo funzionale e finanza sostenibile*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6.

WENDY GERWICK COUTURE, *Mixed Statements: The Safe Harbor's Rocky Shore*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2011, Vol. 39, No. 4.

W.G. COUTURE, *Opinions Actionable as Securities Fraud*, in *Louisiana Law Review*, 2013, Vol. 73, No. 2.

W. G. COUTURE, *Materiality and a Theory of Legal Circularity*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2014, Vol. 17, No. 2.

STEPHEN J. CRIMMINS, *“Shadow Trading” Becomes Insider Trading*, in *Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2022/03/28/shadow-trading-becomes-insider-trading>.

VEZIO CRISAFULLI, *Disposizione (e norma)*, in *Enciclopedia del diritto*, XIII, Milano, Giuffrè, 1964.

GIOVANNI D'AMICO, *Note in tema di clausole generali*, in *In Iure Praesentia*, 1989.

AARON S. DAVIDOWITZ, *Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It*, in *Washington University Journal of Law & Policy*, 2015, Vol. 45.

ROBERT H. DAVIDSON – CHRISTO PIRINSKY, *The Deterrent Effect of Insider Trading Enforcement Actions*, in *The Accounting Review*, 2022, Vol. 97, No. 3.

SERGIO DEL CORE, *Il divieto del patto commissorio nell'evoluzione giurisprudenziale*, in *Vita Notarile*, 2016, fasc. 3.

DIANE DEL GUERCIO – ELIZABETH R. ODDERS-WHITE – MARK J. READY, *The Deterrent Effect of the Securities and Exchange Commission's Enforcement Intensity on Illegal Insider Trading: Evidence from Run-up before News Events*, in *The Journal of Law and Economics*, 2013, Vol. 60, No. 2.

STEFANO DELLAVIGNA – JOSHUA M. POLLET, *Demographics and Industry Returns*, in *American Economic Review*, 2007, Vol. 97, No. 5.

FRANCESCO DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giurisprudenza Commentata*, 2005, fasc. 5.

F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Rivista critica del diritto privato*, 2011, fasc. 3.

GEORGE W. DENT, *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*, in *Delaware Journal of Corporation Law*, 2013, Vol. 38.

DAN S. DHALIWAL – OLIVER ZHEN LI - ALBERT TSANG – YONG GEORGE YANG, *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*, in *The Accounting Review*, 2011, Vol. 86, No. 1.

CARMINE DI NOIA – MATTEO GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Rivista delle Società*, 2009, fasc. 4.

C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, Vol. 9, No. 4.

VALERIO DI STEFANO – FRANCESCO GASPARI, *La pianificazione portuale in un'ottica di sostenibilità ambientale*, in *Diritto e Politica dei Trasporti*, 2022, fasc. 1.

DENNIE VAN DOLDER – JÜRGEN VANDENBROUCKE, *Behavioral Risk Profiling: Measuring Loss Aversion of Individual Investors*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4199169>.

ANGELO DONDI – VINCENZO ANSANELLI – PAOLO COMOGLIO, *Processi civili in evoluzione. Una prospettiva comparata*, Milano, Giuffrè, 2018, Seconda Edizione.

ALEXANDER DYCK – KARL V. LINS – LUKAS ROTH – HANNES F. WAGNER, *Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 2019, vol. 131, No. 3.

JAY A. DUBOW – JOHN SHASANMI, *The Importance of Having and Following a Strong Public Company Insider Trading Policy*, in *Business Law Today*, 2011.

MICHAEL J. DUFFY, *Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable investor*, in *Monash University Law Review*, 2012, Vol. 38, No. 2.

ART DURNEV – AMRITA NAIN, *Does Insider Trading Regulation Deter Private Information Trading? International Evidence*, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2007, Vol. 15, No. 5.

ROBERT G. ECCLES – MICHAEL P. KRZUS – JEAN ROGERS – GEORGE SERAFEIM, *The Need for Sector-specific Materiality and Sustainability Reporting Standards*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2012, Vol. 24, No. 2.

ELZA EGLITE – DANS STAERMANS – VINAY PATEL – TALIS J. PUTNINS, *Using ETFs to conceal insider trading*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4343579>.

ERIC ENGLE, *Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison*, in *European Business Law Review*, 2010, Vol. 26,

LUCA ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 5-6.

DANIEL C. ESTY – QUENTIN KARPILOW, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation*, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, Vol. 36.

ANGELO FALZEA, *Gli standard valutativi e la loro applicazione*, in *Rivista di diritto civile*, 1987, fasc. 1, pp. 1-20.

EUGENE FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, Vol. 25, No. 2.

GIUSEPPE FRANCHINA, *Contratti pubblici e criteri ambientali minimi*, in *ambientediritto.it*, 2022, fasc. 2.

E. FAMA – KENNETH FRENCH, *Disagreement, tastes, and asset prices*, in *Journal of Finance*, 2007, Vol. 83.

RYAN FANE, *Agency Problems and the Misappropriation Theory of Insider Trading in SEC v. Panuwat*, in *The University of Chicago Law Review Online*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://lawreviewblog.uchicago.edu/2022/05/13/fane-insider-trading/>.

VINCENZO FERRANTE, *Diritti dei lavoratori e sviluppo sostenibile*, in *Jus*, 2022, fasc. 3.

GUIDO FERRARINI, *Firm Value versus Social Value: Dealing with the Trade-offs*, in *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper No. 686/2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4376480>.

G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper #559/2020, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3753594>.

EMILIA FERRARO – LOUISE REID, *On sustainability and materiality. Homo faber, a new approach*, in *Ecological Economics*, 2013, Vol. 96.

STEPHEN P. FERRIS – NARAYANAN JAYARAMAN – ANIL M. MAKHIJA, *The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects*, in *Journal of Corporate Finance*, 1997, Vol. 3, No. 4.

PASQUALE FIMIANI, *Il diritto penale di fronte alla sostenibilità e ai principi ambientali*, in *Lexambiente*, 2023, fasc. 1.

MICHAEL FIRTH, *Dividend Changes, Abnormal Returns and Intra-Industry Firm Valuation*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, Vol. 31, No. 2.

JILL E. FISCH, *Regulatory Responses to Investor Irrationality: The Case of the Research Analyst*, in *Fordham Law Legal Studies Research Paper*, 2006, No. 100, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=868642>.

DANIEL R. FISCHEL, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Business Lawyer*, 1982, Vol. 38, No. 11.

MERITT B. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in *Columbia Law Review*, 2009, Vol. 109, No. 2.

FABRIZIO FRACCHIA, *Legistica, AIR e VIR: tecnica legislativa, effetti invalidanti e diritti dei cittadini*, in *Il Diritto dell'Economia*, 2016, fasc. 1.

TAMAR FRANKEL, *Insider Trading*, in *SMU Law Review*, 2018, Vol. 71, 3.

LUIGI ALBERTO FRANZONI, *Introduzione all'economia del diritto*, il Mulino, Bologna, 2003.

DAVID FREIBERG – JEAN ROGERS – GEORGE SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporation and their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 2019, No. 20-056, disponibile all'indirizzo: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3482546>.

GUNNAR FRIEDE – TIMO BUSCH – ALEXANDER BASSEN, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies*, in *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2015, Vol. 5, No. 4.

HERSHEY H. FRIEDMAN, *Cognitive Biases that Interfere with Critical Thinking and Scientific Reasoning: A Course Module*, 2017, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2958800>.

SHANNON GARAVAGLIA – BEN W. VAN LANDUYT – BRIAN J. WHITE – JULIE IRWIN, *The ESG stopping effect: Do investor reactions differ across the lifespan of ESG initiatives?*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4120762>.

M. GARGANTINI, *The European Regulation of Securities Exchanges. Regulated Markets in a Evolving Technological and Legal Context*, Torino, Giappichelli, 2021.

M. GARGANTINI – M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability: ESG ratings and benchmarks in the European Union*, in *European Capital Markets Institute*, 2022, Working Paper No. 15,

DAVID GENEVOSE – CHRISTOPHER MAYER, *Loss aversion and seller behavior. Evidence from the housing market*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2001, Vol. 116, No. 4.

LINA BIGLIAZZI GERI – UMBERTO BRECCIA – FRANCESCO DONATO BUSNELLI – UGO NATOLI, *Diritto civile*, I, Torino, Utet, 1987.

FRANKLIN A. GEVURTZ, *The Globalization of Insider Trading Prohibition*, in *Transnat'l Law*, 2002, Vol. 15, No 1.

F.A. GEVURTZ, *The Road Not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions*, 2017, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3062793>.

PAUL GEWIRTZ, *On "I Know It When I See It"*, in *The Yale Law Journal*, 1996, Vol. 105, No. 4.

SADOK EL GHOUL – OMRANE GUEDHAMI – CHUCK C.Y. KWOK – DEV MISHRA, *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2011, Vol. 35, No. 9

STEFANIA GIAVAZZI, *Insider Trading: profili di incostituzionalità*, in *Le Società*, 2004, fasc. 3.

S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in GIOVANNI CANZIO – LUIGI DOMENICO CERQUA – LUCA LUPÁRIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, Tomo primo, Cedam, Padova, 2014.

JOHN G. GILLIS, *The metamorphosis of Inside Information*, in *Financial Analysts Journal*, 1972, Vol. 28, No. 6.

J.G. GILLIS, *Securities Law and Regulation: Bausch & Lomb: Analytical Judgment and inside Information*, in *Financial Analysts Journal*, 1976, Vol. 32, No. 6.

J.G. GILLIS, *Securities Law and Regulation: A Research Dilemma: Facts or Speculation*, in *Financial Analysts Journal*, 1981, Vol. 37, No. 4.

SERGIO GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, in *European Company and Financial Law Review*, 2016, Vol. 13, No. 4

S. GILOTTA – FEDERICO RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Rivista delle Società*, 2018, fasc. 1.

THOMAS GILOVICH – ROBERT VALLONE – AMOS TVERSKY, *The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences*, in *Cognitive Psychology*, 1985, Vol. 17, No. 3.

RONALD J. GILSON – REINIER KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, Vol. 28.

PAOLO GIUDICI, *Informazione privilegiata e responsabilità civile*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2.

MAX GOETTSCHKE – FLORIAN HABERMANN – FRANK SCHIEMANN – THERESA SPANDEL, *Materiality Indications as a Double-Edged Sword: Real Effects of Sustainability Disclosure Standards*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4324667>.

da ZOHAR GOSHEN – GIDEON PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke Law Journal*, 2006, Vol. 55.

JOHN R. GRAHAM – CAMPBELL R. HARVEY – HAI HUANG, *Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias*, in *Management Science*, Vol. 55, No. 7.

VALERIE H. GRANT, *Mosaic Theory in Sustainable Investing*, in D.C. ESTY – T. CORT (a cura di), *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020.

EDWARD GREENE – OLIVIA SCHMID, *Duty-Free Insider Trading*, in *Columbia Business Law Review*, 2013, No. 2.

BENVENUTO GRIZIOTTI, *L'interpretazione funzionale delle leggi finanziarie*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, 1949.

MAURO GRONDONA, *Tullio Ascarelli tra "inerzia giuridica" e "dinamica del diritto"*, in *Rivista delle Società*, 2020, fasc. 4.

CARLO FEDERICO GROSSO – MARCO PELISSERO – DAVIDE PETRINI – PAOLO PISA, *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, Giuffrè, 2017, Seconda Edizione

RICCARDO GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, Milano, Giuffrè, 2011.

GIUSEPPE GUIZZI, *Ascarelli e il ragionamento tipologico*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6.

KEVIN S. HAEBERLE, *Fraud-on-the-Market Liability in the ESG Era*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4198386>.

JESPER LAU HANSEN, *The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, in *International Journal of Disclosure and Governance*, 2003, Vol. 1, No. 1.

J.L. HANSEN, *MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *European Business Law Review*, 2004, Vol. 15, No.2.

J. L. HANSENS, *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?*, in *Nordic & European Company Law Working Paper*, 2016, No. 16-03.

J.L. HANSEN, *Issuers' duty to disclose inside information*, in *ERA Forum*, 2017, 18.

ROBERT G. HANSEN – JOHN R. LOTT, *Profiting from Induced Changes in Competitors' Market Values: The Case of Entry and Entry Deterrence*, in *The Journal of Industrial Economics*, 1995, Vol. 43, No. 3.

YUVAL NOAH HARARI, *Sapiens. Da animali a dei*, Milano, Bompiani, 2017.

HERBERT LIONEL ADOLPHUS HART, *Positivism and the Separation of Law and Moral*, in *Harvard Law Review*, 1958, Vol. 71.

PRASAD HEGDE – SHUSHU LIAO – RUI MA – NHUT T. NGUYEN, *CEO Marital Status and Insider Trading*, in *British Journal of Management*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3991991>.

JOAN MACLEOD HEMINWAY, *Femal Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?*, in *William & Mary Journal of Women and the Law*, 2009, Vol. 15, No. 2.

PETER J. HENNING, *What's so Bad About Insider Trading Law*, in *The Business Lawyer*, 2015, Vol. 70, No. 3.

MICHAEL G. HERTZEL – MICAH S. OFFICER – ZHI LI – KIMBERLY CORNAGGIA, *Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, Vol. 87, No. 2.

DAVID A. HOFFMAN, *The Duty to Be a Rational Shareholder*, in *Minnesota Law Review*, 2006, Vol. 90, No. 3.

D.A. HOFFMAN, *The Best Puffery Article Ever*, in *Iowa Law Review*, 2006, Vol. 91, No. 5.

ALLAN HORWICH, *Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-Looking Statements: An Inquiry into Whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense*, in *Journal of Corporation Law*, 2010, Vol. 35, No. 3.

A. HORWICH, *The Mosaic Theory of Materiality – Does the Illusion Have a Future?*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2015, Vol. 43, No. 2.

A. HORWICH, *COVID-19 and Rule 10b*, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3790657>.

PETER H. HUANG, *Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking Materiality of information and Reasonableness of Investors*, in *Supreme Court Economic Review*, Vol. 13, 2005.

CARLO IBBA, *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Profili generali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2019, fasc. 2.

BRUNO INZITARI – VALENTINA PICCININI, *La responsabilità civile. Casi e materiali*, Torino, Giappichelli, 2009.

IOANNIS IOANNOU – GEORGE SERAFEIM, *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*, in *Harvard Business School Research*, Working Paper No. 11-100, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1799589>.

NATALINO IRTI, *Idola libertatis. Tre esercizi sul formalismo giuridico*, Milano, Giuffrè, 1985.

JOHN P. JENNINGS, *Regulation FD: SEC Reestablishes Enforcement Capabilities over Selective Disclosure*, in *St. Mary's Law Journal*, 2001, Vol. 32, No. 3.

MICHAEL C. JENSEN – WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, No. 4.

OHAD KADAN – FANG LIU – SUYING LIU, *Generalized Systematic Risk*, in *American Economic Journal: Microeconomics*, 2016, Vol. 8, No. 2.

MIN-WOO KANG, *Inside insider trading regulation: a comparative analysis of the EU and US regimes*, in *Capital Markets Law Journal*, 2023, Vol. 18, No. 1.

ORIN S. KEER, *The Mosaic Theory of the Fourth Amendment*, in *Michigan Law Review*, 2012, Vol. 111, No. 3.

JOHN MAYNARD KEYNES, *The general theory of employment, interest and money*, New York, Harcourt Brace, 1936.

MORTEN KINANDER, *Ten years after: the Spector presumption in MAD, MAR and MAD II*, in *Capital Markets Law Journal*, 2019, Vol. 14, No. 3.

TADAS KLIMAS – JURATE VAICIUKAITE, *The Law of Recitals in European Community Legislation*, in *ILSA Journal of International & Comparative Law*, 2008, Vol. 15, No. 1.

LARS KLOHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, Vol. 7, No. 2.

D. CASEY KOBİ, *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and Its Impact on Market Participants*, in *Indiana Law Journal*, 2002, Vol. 77, No. 3.

TIM KOLLER – MARC GOEDHART – DADIVD WESSELS, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Corporations*, Hoboken, John Wiley & Sons Inc, 2015, Sesta edizione.

HARTMUT KRAUSE – MICHAEL BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler*—A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, Vol. 8, No. 3.

HOMER KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, in *The Business Lawyer*, 1973, Vol. 28, No. 2.

ABHINANDAN KULAL, *Impact of Influenced Behavioral Biases on Investment Decision*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4233737>.

DONALD C. LANGEVOORT, *Investment Analysts and the Law of Insider Trading*, in *Virginia Law Review*, 1990, Vol. 76, No. 5.

D.C. LANGEVOORT, *Taming the Animal Spirits of the Stock Market: a Behavioral Approach to Securities Regulation*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, Vol. 97, No. 1.

D.C. LANGEVOORT, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Clark Boardman Callaghan, 2015.

SERGE LATOUCHE, *Il ragionevole contro il razionale. Contributo alla critica della tirannia dell'Esprit de géométrie*, in *Meridiana*, 1997, Vol. 29.

ALDO LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, fasc. 2.

CHUN I. LEE – LEONARD ROSENTHAL – KIMBERLY GLEASON, *Effect of Regulation FD on Asymmetric Information*, in *Financial Analysts Journal*, 2004, Vol. 60, No. 3.

YOON-HO ALEX LEE – LAWRENCE LIU – A. ROMANO, *Shadow Trading and Corporate Investments*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4307455>.

YOON-HO ALEX LEE – ALESSANDRO ROMANO, *Shadow Trading and Macroeconomic Risk*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3731719>.

QIN LEI – XUEWU WESLEY WANG, *Time Varying Liquidity Trading, Private Information and Insider Trading*, 2010, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1685267>.

RAFFAELE LENER – PAOLA LUCANTONI, *Sostenibilità “ESG” e attività bancaria*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2023, fasc. 1.

ANOUK LEVELS – CLAUDIA LAMBERT – MICHAEL WEDOW, *Green bond home bias and the role of supply and sustainability preferences*, in *De Nederlandsche Bank, Working Paper*, 2023, No. 767, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4379083>.

STUART D. LEVI – DANIEL MICHAEL – MANA GHAEMMAGHAMI, *Insider Trading and NFTs: What Should Companies Be Doing*, in *Insights*, 2022, Vol. 36, No. 8.

ZHICHUAN FRANK LI – CLAIRE Y.C. LIANG – ZHENYANG TANG, *CEO Social Media Presence and Insider trading Behavior*, 2020, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3532495>.

MARIO LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Rivista critica del diritto privato*, 2011, fasc. 3.

PIMAN LIMPAPHAYOM – PETER R. LOCKE – PATTARAKE SARAJOTI, *Gone with the wind: Chicago's weather and future trading*, in *Review of Future Markets*, 2007, Vol. 16, No. 1, disponibile all'indirizzo: <https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2006/papers/133-EFM06%20-%20Sarajoti%20%20WeatherEFMSymposium.pdf>.

TOM C.W. LIN, *The New Investor*, in *UCLA Law Review*, 2013, Vol. 60, No. 3.

T.C.W. LIN, *Vistas of Finance*, in *UCLA Law Review Discourse*, 2013, Vol. 61.

T.C.W. LIN, *Reasonable Investor(s)*, in *Boston University Law Review*, 2015, Vol. 95, No. 2.

NADIA LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni Consob*, n. 66/2010.

N. LINCIANO, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del convegno Consob-LUISS, Roma, 4 giugno 2010, in *Quad. Consob* n. 68/2012.

ANN M. LIPTON, *Reviving Reliance*, in *Fordham Law Review*, Vol. 86, No. 1.

ANDREW W. LO, *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1702447>.

PAOLA LOMBARDI, *Ambiente e generazioni future: la dimensione temporale della solidarietà*, in *Federalismi.it*, 2023, fasc. 1.

STEFANO LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Le Società*, 2016, fasc. 2.

SUSAN CHENG LONG – BRIAN M. LUCEY – LARISA YAROVAYA – YING XIE, *Just Like the Stock?": the Role of Reddit Sentiment in the GameStop Share Rally*, in *Financial Review*, 2022, Vol. 58, No. 1.

- P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2022, fasc. 4.
- POUL LYKKESFELDT – LAURITS LOUIS KJAERGAARD, *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective. A Practical Guide for Financial Market Participants*, Londra, Palgrave Macmillan, 2022.
- RUI MA – BEN R. MARSHALL – HUNG NGUYEN – NHUT H. NGUYEN – NUTTAWAT VISALTANACHOTI, *Insider Trading and Climate Disasters*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4008601>.
- JOHN MACKAY – RAJENDRA SISODIA, *Conscious Capitalism: Liberating the Heroic Spirit of Business*, Harvard, Harvard Business Review Press, 2014.
- ENRICO MACRÌ, *Informazioni privilegiate, disclosure e ruolo del c.d.a.*, in *Le Società*, 2015, fasc. 10.
- THOMAS M. MADDEN, *Significance and the Materiality Tautology*, in *Journal of Business & Technology Law*, 2015, Vol. 10, No. 2.
- HENRY G. MANNE, *Insider Trading and the Stockmarket*, New York, The Free Press, 1966.
- PIERGAETANO MARCHETTI, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in P. BALZARINI – G. CARCANO – MARCO VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, Giuffrè, 2006.
- P. MARCHETTI, *Il primo caso italiano di “say on climate”*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 4.
- HARRY MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *The Journal of Finance*, 1952, Vol. 7, No. 1.
- MARCO MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2017, fasc. 6.
- M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Rivista delle Società*, 2019, fasc. 5-6.
- M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6.

ROBERT W. MACGEE – YEOMIN YOON, *Insider Trading and Finance Law after O'Hagan: A Discussion from the Perspectives of Law, Economics & Ethics*, in *Journal of Accounting, Ethics and Public Policy*, 1998, Vol. 1, No. 3.

R.W. MCGEE, *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory*, in *Journal of Business Ethics*, 2010, Vol. 91, No. 1.

GIANFRANCO MARTIELLO, *Il "ravvedimento comunitario" del legislatore nazionale in materia di repressione degli "abusi di mercato": prime note di commento all'art. 26 della legge n. 238/2021 ("legge europea 2019-2020")*, in *Legislazione Penale*, 2022, fasc. 2.

MIHIR N. MEHTA – DAVID M. REEB – WANLI ZHAO, *Shadow Trading*, in *The Accounting Review*, 2021, Vol. 96, No. 4.

GIOVANNI MELIS, *L'interpretazione nel diritto tributario*, Padova, Cedam, 2003.

MAURO MENICUCCI, *Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://rivista.dirittobancario.it/finanza-comportamentale-e-scenari-probabilistici-brevi-riflessioni-sul-kid>.

GIOVANNI MERUZZI – GIOVANNI TANTINI, *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, Cedam, 2011.

PAOLO MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle Società*, 2018, fasc. 2-3.

JENNIFER MOORE, *What Is Really Unethical about Insider Trading?*, in *Journal of Business Ethics*, 1990, Vol. 9, No. 3.

UMBERTO MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, fasc. 1.

CHIARA MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in PIERGAETANO MARCHETTI – FEDERICO GHEZZI – ROBERTO SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati: in ricordo di Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2020.

C. MOSCA – CHIARA PICCIAU, *Making Non-Financial Information Count: Accountability and Materiality in Sustainability Reporting*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2020, No. 3536460, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3536460>.

- F. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del D. lgs. 58/98*, in *Rivista trimestrale di Diritto penale economia*, 2000.
- F. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della comunitaria 2004*, in *Diritto penale e processo*, 2005.
- F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2008, fasc. 4, pp. 823-61.
- PETER O. MÜLBERT – ALEXANDER SAJNOVITS, *The Element of Truth in Financial Markets Law*, in *German Law Journal*, 2017, Vol. 18, No. 1.
- P.O. MÜLBERT – A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, Vol. 18, No. 2.
- AUSTIN MURPHY, *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*, 2008, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1295344>.
- DONNA M. NAGY, *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary Principles*, in *Iowa Law Review*, 2009, Vol. 94.
- COLLINS G. NTIM, *Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3096612>.
- MARTHA CRAVEN NUSSBAUM, *Non per profitto. Perché le democrazie hanno bisogno della cultura umanistica*, Bologna, Il Mulino, 2010.
- JENNIFER O'HARE, *The Resurrection of the Dodo: The Unfortunate Re-Emergence of the Puffery Defense in Private Securities Fraud Actions*, in *Ohio State Law Journal*, 1998, Vol. 59, No. 5.
- ELI OFEK – MATTHEW RICHARDSON, *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, in *Journal of Finance*, 2003, Vol. 53, No. 3.
- SEBEOM OH, *Market Manipulation in NFT Markets*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4397409>.
- CHRIS OLSEN – RICHARD J. DIETRICH, *Vertical Information Transfers: The Association between Retailers' Sales Announcements and Suppliers' Security Returns*, in *Journal of Accounting Research*, 1985, Vol. 23.

ADI OSOVSKY, *Puffery on the Market: A Behavioral Economic Analysis of the Puffery Defense in the Securities Arena*, 2015, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2603051>.

JULIA C. OTT, *When Wall Street Met Main Street: The Quest for an Investors' Democracy*, Harvard, Harvard University Press, 2011.

STEFAN J. PADFIELD, *Who Should Do the Math? Materiality Issues in Disclosures that Require Investors to Calculate the Bottom Line*, in *Pepperdine Law Review*, 2007, Vol. 34, No.4.

S.J. PADFIELD, *Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them*, in *University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law*, 2007, Vol. 10, No. 2.

CARLO ENRICO PALIERO, *Sicurezza dei mercati o mercato delle (in)sicurezze? Prove libere di psicopolitica criminale*, in M. DONINI – M. PAVARINI (a cura di), *Sicurezza e diritto penale*, Bologna, Bononia University Press, 2011.

C.L. PALIERO, *L'indifferenza costruttiva. Il contributo della sociologia di Theodor Geiger a teoria e prassi del diritto penale*, in *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 2019, fasc. 2.

ALAN R. PALMITER, *Capitalism, heal thyself*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3.

SHAIL PANDIT – CHARLES E. WASLEY – TZACHI ZACH, *Information Externalities Along the Supply Chain: The Economic Determinants of Suppliers' Stock Price Reaction to Their Customers' Earnings Announcements*, in *Contemporary Accounting Research*, 2011, Vol. 28, No. 4.

NORA M.C. PANKRATZ – ROB BAUER – JEROEN DERWALL, *Climate Change, Firm Performance, and Investor Surprises*, SSRN-Working Paper 2019, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3443146](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3443146).

in KOSMAS PAPADOPOULOS, *The Long View: US Proxy Voting Trends on E&S Issues from 2000 to 2018*, 2019, disponibile all'indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/31/the-long-view-us-proxy-voting-trends-on-es-issues-from-2000-to-2018/>.

TROY A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in *Washington University Law Quarterly*, 2003, Vol. 81, No. 2.

JAEHONG PARK – PRABHUDEV KONANA – BIN GU – ALOK KUMAR – RAJAGOPAL RAGHUNATHAN, *Confirmation Bias, Overconfidence, and Investment*

*Performance: Evidence from Stock Message Boards*, 2010, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1639470>.

JAMES J. PARK, *The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibition Against Insider Trading: Why a Property Right Theory of Inside Information is Untenable*, in *Brooklyn Law Review*, 1993, Vol. 59.

ELISABETTA PEDERZINI, *Art. 181 T.U.F.*, in E. PEDERZINI (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civili commerciali*, 2007.

FEDERICO PEDRINI, *Le "clausole generali". Profili teorici e aspetti costituzionali*, Bologna, Bononia University Press, 2013.

MICHAEL A. PERINO, *Real Insider Trading*, in *Washington and Lee Law Review*, 2020, Vol. 77, No. 4.

ANDREA PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, Terza edizione.

GIULIO PONZANELLI, *Responsabilità civile, pandemia e sostenibilità*, in *Contratto e impresa*, 2022.

JUSTYNA PRZYCHODZEN – FERNANDO GOMEZ-BEZARES – WOJCIECH PRZYCHODZEN – MIKEL LARREINA, *ESG Issues among Fund Managers – Factor and Motives*, in *Sustainability*, 2016, Vol. 8, No. 10.

JEFFREY J. RACHLINSKI, *A Psychological Theory of Judging in Hindsight*, in *The University of Chicago Law Review*, 1998, Vol. 65, No. 2.

SUNDARESH RAMNATH – STEVE ROCK – PHILIP B. SHANE, *Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations: A Review of the Research*, in *Foundations and Trends in Finance*, 2008, Vol. 2, No. 4,

NICOLETTA RANGONE, *Errori cognitive e scelte di regolazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, fasc. 1.

VICTOR RICCIARDI – HELEN K. SIMON, *What is Behavioral Finance?*, in *Business, Education and Technology Journal*, 2000, Vol. 2, No. 2.

JOHN RICE, *Rainbow-Washing*, 2022, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4193059>.

MARIO STELLA RICHTER, *Long-Terminism*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 1.

UGO RIGONI, *La percezione del rischio*, in AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del convegno Consob-LUISS, Roma, 4 giugno 2010, in *Quad. Consob* n. 68/2012.

SUSANNA KIM RIPKEN, *Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warnings in Corporate Forward-Looking Statements*, in *University of Illinois Law Review*, 2005, No. 4.

STEFANO RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, in *Rivista critica di diritto privato*, 1987.

VINCENZO ROPPO, *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2011, Seconda Edizione.

KIM ROSSMO – JOYCELYN POLLOCK, *Confirmation Bias and Other Systemic Causes of Wrongful Convictions: A Sentinel Events Perspective*, in *Northeastern University Law Review*, 2019, Vol. 11, No. 2.

CARLO ROVELLI, *Helgoland*, Milano, Adelphi, 2020.

MARK RUBINSTEIN, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in *Financial Analysts Journal*, 2001, Vol. 57, No. 3.

JACOB HALE RUSSEL, *Which Investor to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder, 1900-Present*, in *Cambridge Handbook of Investor Protection*, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3861999>.

AISHA SAAD - DIANE STRAUSS, *The New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosure and Implication for Securities Litigation*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2020, Vol. 17, No. 2.

MARCO SACCHETTI, *Evoluzione dell'"insider trading" secondario: profili distintivi e sistematici alla luce della pronuncia della Cassazione*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2021, fasc. 2.

MARGARET V. SACHS, *Materiality and Social Change: The Case for Replacing "the Reasonable Investor" with "the Least Sophisticated Investor" in Inefficient Markets*, in *Tulane Law Review*, 2006, Vol. 81, No. 2.

WILLIAM K. SANDERS, *Measure of Damages for Insider Trading: Elkind v. Liggett & Meyers, Inc.*, in *St. John's Law Review*, 1981, Vol. 56, No. 1.

KENNETH J. SANNEY – LAWRENCE J. TRAUTMAN – ERIC D. YORDY – TAMMY W. COWART – DESYNIE J.L. SEWELL, *The Importance of Truth Selling and Trust*, in *Journal of Legal Studies Education*, Vol. 37, No. 1.

FRANCESCO SANTI, *La responsabilità delle società e degli enti. Modelli di esonero delle imprese*, Milano, Giuffrè, 2004.

JOHN F. SAVARESE – WAYNE CARLIN – WACHTELL LIPTON, *A New Variation in SEC Insider Trading Enforcement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, disponibile all'indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/20/a-new-variation-in-sec-insider-trading-enforcement/>.

FREDERICK SHAUER, *Thinking Like a Lawyer. A New Introduction to Legal Reasoning*, Cambridge Mass, Harvard University Press, 2009.

F. SHAUER, *Il ragionamento giuridico. Una nuova introduzione*, Roma, Carocci, 2016.

KIM SHUMACHER, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors and Green Productivity: The Impacts of Greenwashing and Competence Greenwashing on Sustainable Finance and ESG Investing*, 2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4303609>.

STEVEN L. SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in *Georgetown Law Journal*, 2008, Vol. 97.

SERGIO SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale. Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2008, fasc. 3.

S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, Volume II, Torino, Giappichelli, 2021, Seconda edizione.

CLAUDE ELWOOD SHANNON, *A Mathematical Theory of Communication*, in *The Bell System Technical Journal*, 1948, Vol. 27.

ROBERT JAMES SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

MATHIAS SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *Law and Financial Markets Review*, 2008, Vol. 2.

HERBERT ALEZANDER SIMON, *Rational Decision Making in Business Organization*, in *American Economic Review*, 1979, Vol. 69.

ITAMAR SIMONSON – AIMEE DROLET, *Anchoring Effects on Consumers' Willingness-to-Pay and Willingness-to-Accept*, in *Journal of Consumer Research*, 2004, Vol. 31, No. 3, pp. 681-90.

MYRON B. SLOVIN – MARIE E. SUSHKA – YVETTE M. BENDECK, *The Intra-Industry Effects of Going-Private Transactions*, in *The Journal of Finance*, 1991, Vol. 46, No. 4.

LORENZO SOLIMENE, *La Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2022, fasc. 4.

MARCO SAVERIO SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Rivista delle Società*, 2022, fasc. 2-3.

PASQUALE STANZIONE, *Manuale di diritto privato*, Torino, Giappichelli, 2021, Quinta Edizione.

MARC I. STEINBERG – JOHN FLETCHER, *Compliance Programs for Insider Trading*, in *SMU Law Review*, 1994, Vol. 47.

ADAM STEINMAN, *The Pleading Problem*, in *Stanford Law Review*, 2010, Vol. 62, No. 5.

ANASTASIA STEPANOVA – VLADISLAV SAVELYEV – MALIKA SHAIKHUTDINOVA, *The Anchoring Effect in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3110502>.

MARC I. STEINBERG, *Texas Gulf Sulphur at Fifty – A Contemporary and Historical Perspective*, in *Southern Methodist University Law Review*, 2018, Vol. 71, No. 3.

DANIEL F. STONE – DANIEL H. WOOD, *Cognitive Dissonance, Motivated Reasoning, and Confirmation Bias: Applications in Industrial Organization*, in VICTOR J. TREMBLAY – ELISABETH SCHROEDER – CAROL HORTON TREMBLAY, *Handbook of Behavioral Industrial Organization*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2018.

GIOVANNI STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2014, fasc. 5.

G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Rivista delle Società*, 2021, fasc. 5-6.

D. STRAUSS – A.I. SAAD, *Can Investors Rely on Corporate Sustainability Commitments?*, in D.C. ESTY – T. CORT (a cura di), in *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020.

JOHN S. STRONG, *The evolution of activist investors in the U.S. railroad industry*, in *Research in transportation Economics*, 2022, Vol. 96.

GIOVANNI TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, Giuffrè, 1980.

MICHELLE TARUFFO, *La giustificazione delle decisioni fondate su standards*, in PAOLO COMANDUCCI – R. GUASTINI (a cura di), *L'analisi del ragionamento giuridico. Materiali ad uso degli studenti*, Torino, Giappichelli, 1989.

JOHN TEALL, *Financial Trading and Investing*, Amsterdam, Elsevier Science, 2022.

RICHARD H. THALER, *Behavioral Economics: Past, Present and Future*, in *American Economic Review*, 2016, Vol. 106, No. 7.

SHAIRA THOBANI, *Pratiche commerciali scorrette e sostenibilità: alla ricerca di un significato*, in *Persona e Mercato*, 2022.

SUJA A. THOMAS, *The New Summary Judgment Motion: The Motion to Dismiss Under Iqbal and Twombly*, in *Lewis & Clarks Law Review*, 2010, Vol. 14, No. 1.

VASSILIOS D. TOUNTOPOULOS, *Disclosure of Insider Information in Cross-Border Mergers*, in THOMAS PAPADOPOULOS (a cura di), *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*, Berlino, Springer, 2019.

THOBIAS H. TROEGER – S. STEUER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, Vol. 8, No. 1.

VINCENZO VARANO – VITTORIA BARSOTTI, *La tradizione giuridica occidentale. Testo e materiale per un confronto civil law common law*, Torino, Giappichelli, 2018, Sesta Edizione.

RUDIGER VEIL, *European Capital Markets Law*, Oxford, Hart Publishing Ltd, 2017, Seconda Edizione.

R. VEIL – MARC WIESNER – MORITZ REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, in *European Company and Financial Law Review*, Vol. 19, No. 3, 2022.

VITO VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Milano, Giuffrè, 2010.

M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Development*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2014, No. 2442049, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2442049>.

M. VENTORUZZO, *Reflection on the Notion of Reasonable Investor*, in *Rivista delle società*, 2019, fasc 5-6.

- M. VENTORUZZO, *La meta-informazione privilegiata: il giornale di domani e gli abusi di mercato*, in *Rivista di diritto dei media*, 2022, fasc. 2.
- ANDREW VERSTEIN, *Mixed Motives Insider Trading*, in *Iowa Law Review*, 2021, Vol. 106, No. 3.
- WILLIAM KIP VISCUSI – CLAYTON MASTERMAN, *Anchoring Biases in International Estimates of the Value of a Statistical Life*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 2017, Vol. 54.
- HANA V. VIZCARRA, *Reasonable Investors' Growing Awareness of Climate Risk and Its Impact on U.S. Corporate Disclosure Law*, in DANIEL ESTY – TODD CORT (a cura di), *Values at Work Sustainable Investing and ESG Reporting: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Londra, Palgrave Macmillan, 2020.
- H.V. VIZCARRA, *The Reasonable Investor and Climate-Related Information: Changing Expectations for Financial Disclosures*, in *Environmental Law Reporter*, Vol. 50, No. 2, 2020.
- MARK A. WHITE, *Sustainability: I know it when I see it*, in *Ecological Economics*, 2013, Vol. 86.
- DEZHI YIN – SABYASACHI MITRA – HAN ZHANG, *When Do Consumers Value Positive vs. Negative Reviews? An Empirical Investigation of Confirmation Bias in Online Word of Mouth*, in *Information Systems Research*, 2016, Vol. 27, No. 1, pp. 131-44.
- AMIR ZADEH-ZADEH – GEORGE SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Financial Analysts Journal*, 2018, Vol. 74, No. 3.
- LUIGI ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, 2004, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=536682>.
- SILVIA ZORZETTO, *La ragionevolezza dei privati. Saggio di metagiurisprudenza esplicativa*, Milano, FrancoAngeli, 2008.

## RINGRAZIAMENTI

Non avrei mai raggiunto questo traguardo senza gli insegnamenti di altri.

Ringrazio il Professore Siri e il Professore Gargantini per la pazienza, la passione mostrata e la libertà accordata con quiete e autorevolezza: sono ciò di cui uno studente avrà sempre bisogno.

Ringrazio mia madre per il suo amore per la Bellezza e per avermi insegnato che le estati migliori sono quelle in cui si lavora in collina. Ringrazio mio padre: ogni giorno insegna che ognuno deve operare per sé e per la società, e che ogni attività ha la sua dignità per assumere l'immensità. Ringrazio mio fratello che mi mostra il futuro: mi ha insegnato che ogni persona può essere un esempio, e che ogni ruolo va ricoperto soltanto secondo la propria natura.

Ringrazio mio nonno materno: mi ha insegnato che ogni uomo costruisce la sua piramide. Ringrazio mia nonna paterna: mi ha insegnato che il bene si fa sempre in silenzio. Ringrazio Claudia: mi ha insegnato che una persona può diventare un membro della famiglia senza nemmeno accorgersene. Ringrazio Alice: mi ha insegnato che la quotidianità può essere trascorsa anche con una persona sola. Ringrazio Bea: mi ha insegnato che la semplicità è la forma più complessa. Ringrazio Fabio: mi ha insegnato che ognuno ha bisogno di maestri, ma che tutti debbono essere sempre provvisori. Ringrazio Vale: mi ha insegnato che l'unico senso di perdersi è poi ritrovarsi. Ringrazio Mabi: mi ha insegnato che la migliore maturità è una spensierata spontaneità e che due persone possono riprendere là dove hanno lasciato. Ringrazio Bea Mantelli: mi ha insegnato che è sempre meglio influenzare che imporre e che la cultura salverà il mondo. Ringrazio Maria Sole: mi ricorda ogni giorno che quanto c'è di classico in noi non morirà mai. Ringrazio Sofia: mi insegna che la parte migliore di noi arriva nelle avversità. Ringrazio Marti: mi insegna che ogni persona è versatile e che non esiste cosa che non ci possa appartenere.

Ringrazio Cuneo per avermi educato; Roma per farmi sentire sempre a casa; Genova per avermi accolto con un abbraccio che non mi aspettavo.