

PETER FORSTMOSER

### Disciplina penale dell'*insider trading*

(La nuova norma penale svizzera contro le operazioni di *insider trading*) \*

SOMMARIO: I. Iniziative per una regolamentazione dell'*insider trading*. — II. L'aspetto internazionale. — III. I lavori legislativi. — IV. La disposizione normativa in dettaglio. — V. Giudizio conclusivo.

Il 1° luglio 1988 è entrata in vigore un'integrazione del Codice Penale Svizzero, con la quale vengono represses le operazioni poste in essere dagli *insiders* <sup>(1)</sup>.

Il nuovo art. 161 del Codice Penale Svizzero recita testualmente:

#### *Sfruttamento della conoscenza di fatti confidenziali.*

1. Chiunque, in qualità di membro del consiglio di amministrazione, della direzione, dell'organo di revisione o di mandatario di una società anonima o di una società che la domina o ne dipende, in qualità di membro di un'autorità o di funzionario, o in qualità di loro ausiliario, ottiene per sé o per altri un vantaggio patrimoniale sfruttando la conoscenza di un fatto confidenziale che, se divulgato, eserciterà verosimilmente un influsso notevole sul corso di azioni, di altri titoli o effetti contabili corrispondenti della società o sul corso di opzioni su tali titoli, negoziati in borsa o in preborsa in Svizzera, o portando tale fatto a conoscenza di un terzo, è punito con la detenzione o con la multa.

2. Chiunque, avendo avuto direttamente o indirettamente conoscenza di tale fatto da parte di una delle persone elencate nel numero 1, ottiene

(\*) Titolo originale: « Insiderstrafrecht. Die neue schweizerische Strafnorm gegen Insider-Transaktionen », in *Schweizerische Aktiengesellschaft*, n. 3/1988. L'A. è grato all'avv. dr. Peter Honneger per le preziose indicazioni in ordine alla problematica internazionale.

(1) AS, fascicolo n. 24 del 28 giugno 1988, pag. 966 s.

per sé o per altri un vantaggio patrimoniale sfruttando quest'informazione, è punito con la detenzione fino a un anno o con la multa.

3. È considerato fatto a tenore dei numeri 1 e 2, un'imminente emissione di nuovi diritti di partecipazione, un raggruppamento di imprese o un'analogo fattispecie di simile portata.

4. Qualora sia previsto il raggruppamento di due società anonime, i numeri da 1 a 3 si applicano alle due società.

5. I numeri da 1 a 4 si applicano per analogia qualora lo sfruttamento della conoscenza di un fatto confidenziale concerna certificati di quota, altri titoli, effetti contabili o opzioni corrispondenti di una società cooperativa o di una società straniera.

La « realtà » delle operazioni commerciali compiute da *insider* in Svizzera non deve certo essere confermata in questa sede <sup>(2)</sup>, tanto meno ha bisogno di ulteriori dimostrazioni il fatto che il diritto svizzero, relativamente alle operazioni compiute dagli *insider*, fosse sino ad ora carente <sup>(3)</sup>, e la disciplina penalistica addirittura paradossale <sup>(4)</sup>. Basti ricordare che, a

(2) Un elenco circostanziato si può rinvenire nella monografia recentemente apparsa di Niklaus SCHMID, *Schweizerisches Insiderstrafrecht (Normativa penale svizzera in materia di insider trading)* (Berna, 1988), 1, n. 5. I casi più vecchi, ripetutamente riportati sino ad oggi sulla stampa, sono stati registrati da Peter FORSTMOSER, *Effektenhandel durch Insider (Operazioni sui titoli tramite insider)*, in *SAG* 45 (1973), 133 ss. Ulteriori riassunti si trovano in Otto KRAMIS, *Insider-Handel in Effekten (Le operazioni di insider trading sui titoli)* (Tesi di laurea, Zurigo, 1978, e in *ZStR*, 2) 11 nt. 1; Markus Benediktus KOCH, *Insider-Wissen und Insider-Informationen in strafrechtlicher Sicht, (Conoscenze e informazioni dell'insider in un'ottica penalistica)* (Tesi di laurea, Zurigo, 1979), 46 ss., e Markus FELLMANN, *Rechtliche Erfassung von Insider-Transaktionen in der Schweiz, (Censimento giuridico delle operazioni di insider trading in Svizzera)* (Tesi di laurea, Zurigo, 1981, e in *SSHW*, 51), 18 s.

(3) Al riguardo invece ampiamente vedi FORSTMOSER, (cit., nota 2) 137 ss., e Peter NOBEL, *Das Insider-Geschäft (Operazioni di insider trading)*, in *SJZ*, 79 (1983) 124 ss.

(4) Secondo la prassi del Tribunale Federale (v. particolarmente *DTF* 109 Ib 47 ss.), le operazioni di *insider trading* non concretano sostanzialmente gli estremi della gestione sociale infedele né della truffa. Al contrario risulterebbe semmai riscontrabile un'ipotesi di violazione del segreto professionale (vedi al riguardo anche *DTF* 113 Ib 71).

In base alla normativa sino ad ora in vigore, poteva essere punito chi forniva un suggerimento disinteressato ad amici e conoscenti. Poteva inoltre essere punito anche l'*insider* esterno all'impresa, il *tippee* che aveva sfruttato un'informazione confidenziale. Rimaneva al contrario impunita l'utilizzazione nel proprio interesse di un segreto da parte del soggetto interno all'impresa, comportamento questo sicuramente più meritevole di essere punito!

Va ricordato per completezza, che il Tribunale Federale, con la decisione 113 Ib 72 ss. (in particolare 76 s.), ha ritenuto configurabile, in relazione agli episodi di *insider trading*, anche una violazione del segreto professionale dell'avvocato (e quindi del segreto professionale in generale, ai sensi dell'art. 321 c.p.).

causa della particolarità delle operazioni poste in essere dagli *insider* <sup>(5)</sup>, solo attraverso una norma penale poteva essere creata una regolamentazione che fosse poi suscettibile di pratica attuazione <sup>(6)</sup>.

Questo studio si prefigge invece di contribuire al raggiungimento dei due seguenti scopi:

— in primo luogo devono essere messi in evidenza, una volta di più, l'evoluzione e la richiesta di una regolamentazione dell'*insider trading* <sup>(7)</sup>, che dall'inizio degli anni '70 si è fatta sempre più pressante, l'aspetto internazionale, che ha accelerato i lavori legislativi <sup>(8)</sup>, e l'andamento concreto dei lavori stessi <sup>(9)</sup>;

— in secondo luogo la nuova norma di legge deve portare ad una più precisa chiarificazione <sup>(10)</sup> ed a risultati apprezzabili in breve tempo <sup>(11)</sup>.

## I. INIZIATIVE PER UNA REGOLAMENTAZIONE DELL'INSIDER TRADING

### 1. Prime pressioni da parte della stampa e dell'ambiente bancario e borsistico.

Le prime pressioni per la creazione di una specifica disciplina legislativa si sono avute negli ultimi 15 anni non solo da parte della stampa finanziaria ed economica <sup>(12)</sup>, ma anche da parte dei periodici che si rivolgono al grande pubblico <sup>(13)</sup>.

Iniziative legislative vennero anche richieste dagli ambienti economici, soprattutto dai banchieri, meno dagli industriali. All'inizio di tali sforzi, si trattava principalmente di progetti per una soluzione di tipo privatistico su base di volontarietà, i c.d. *gentlemen's agreements*. In tal senso si espresse in maniera particolarmente ampia e autorevole il banchiere zurighese Hans Vontobel: « Un *gentlemen's agreement* per la lotta alla speculazione degli

<sup>(5)</sup> Operazioni su un mercato anonimo effettuate tramite banca, e quindi tutelate da segreto bancario.

<sup>(6)</sup> Contrariamente a quanto accade per i procedimenti di natura civilistica, in caso di procedimento penale il segreto bancario non costituisce una limitazione: v. recentemente SCHMID (cit., nota 2) 31 n. 507 ss.

<sup>(7)</sup> Vedi al riguardo par. I.

<sup>(8)</sup> Vedi al riguardo par. II.

<sup>(9)</sup> Vedi al riguardo par. III.

<sup>(10)</sup> Vedi al riguardo par. IV, ed ora riassuntivamente SCHMID (cit., nota 2) 5 ss.

<sup>(11)</sup> Vedi al riguardo par. V.

<sup>(12)</sup> Così, regolarmente, nella « NZZ » (*Neue Zürcher Zeitung*); inoltre, ma con maggiore riservatezza, anche nel *Schweiz. Handels Zeitung* ed in *Finanz + Wirtschaft*.

<sup>(13)</sup> Un esempio è costituito dal *Tages-Anzeiger Magazin* del 20 novembre 1982, che dedica l'articolo di fondo alla problematica dell'*insider trading*.

*insider* è in linea con la tradizione svizzera di intervenire a livello statale solo quando la cooperazione volontaria si rivela impraticabile » <sup>(14)</sup>.

L'Associazione dei banchieri svizzeri ha parimenti preso in considerazione la problematica dell'*insider trading* e nel 1974, sulla base del dibattito sviluppatosi all'interno di un gruppo di lavoro, sono state discusse le possibilità di una soluzione su basi di autodisciplina. I lavori preparatori di allora che avevano lasciato così ben sperare vennero però successivamente accantonati.

In tempi più recenti anche negli ambienti economici si è riconosciuta la chiara necessità di una norma penale <sup>(15)</sup>.

## 2. La discussione dottrinale.

a) Anche in sede di dibattito dottrinale, nel corso degli ultimi quindici anni ci si è occupati intensamente della problematica relativa all'*insider trading* <sup>(16)</sup>. In generale, c'era unità sul fatto che fosse necessario fare qualcosa, mentre vi era discordia circa i provvedimenti proposti;

<sup>(14)</sup> Hans VONTOBEL, *Insider-Missbräuche im Börsenhandel (Abusi dell'insider nelle operazioni di borsa)*, in *Schweiz. Handelszeitung* n. 40<sup>a</sup> del 4 ottobre 1974, p. 9; vedi anche H. ABT in *NZZ* del 21 marzo 1971, e F. SCHMITZ, *Eine Lösung der Insider-Problematik ist dringlich (interview) (Urge una soluzione della problematica dell'insider trading (intervista))*, in *Schweiz. Handelszeitung* del 13 dicembre 1973, p. 3. La formulazione di un progetto di soluzione, che si rifà al modello tedesco, era presente nella tesi di laurea zurighese di Heinz WASSER, *Die Insiderregelung in der Bundesrepublik Deutschland - rezeptionsmodell für die Schweiz? (La regolamentazione dell'insider trading nella Repubblica Federale Tedesca - modello recepibile per la Svizzera?)* (Zurigo, 1981, e in *SSHW* 61), part. 154 ss.

<sup>(15)</sup> Così, ad esempio, da parte di Hans J. BÄR nella sua direttiva presidenziale relativa all'assemblea generale del 1985 della Bär Holding AG, in *NSS* del 21 giugno 1985, p. 21; nonché da parte di Hans VONTOBEL, cfr. il suo auspicio per *Una norma penale applicabile nella pratica*, in *NZZ* del 1° luglio 1986, p. 19.

<sup>(16)</sup> Si rimanda, oltre agli articoli ed alle monografie già citati di FELLMANN, FORSTMOSER, KOCH, KRAMIS (Cfr. prec. nota 2) e WASSER (cit., nota 14), anche ai seguenti articoli e monografie: Max BRUNNER, *Wie kommt man den sogenannten insider-Transaktionen bei? (Come si può venire a capo delle c.d. operazioni di insider trading?)*, in *SAG* 48 (1976), 179 ss.; Peter FORSTMOSER, *Strafrechtliche Erfassung von Insider-Missbräuchen? (Rilevazione penalistica degli abusi di insider?)*, in *SAG* 49 (1977) 14 ss.; Peter NOBEL (cit., nota 3); Martin SCHUBARTH, *Insider-Missbrauch - Zur Funktion und zum Hintergrund eines neuen Straftatbestandes (Abuso nell'insider trading: sulla funzione e sul fondamento di una fattispecie penale)*, in *Gedächtnisschrift Noll*, Zurigo, 1984, 303 ss.; Günter STRATENWERTH, *Zum Straftatbestand des Missbrauches von Insider-Informationen (Sulla fattispecie penale dell'abuso di informazioni in caso di insider trading)*, in *Festschrift Vischer*, Zurigo, 1983, 667 ss.

Ai confini tra le discussioni di natura scientifica e quelle di natura politica, si collocano certe controversie giuridiche riportate dalla stampa quotidiana; cfr. ad es. BRUNNER e FORST-

b) non solo da parte dei gruppi politici, ma anche da parte della dottrina, è stata sporadicamente richiesta, in particolare da Waser (17), una regolamentazione su base privatistiche, simile a quella della Repubblica Federale Tedesca. In prevalenza si obiettò peraltro a tali progetti che essi non potessero funzionare nella prassi a causa del segreto bancario;

c) furono inoltre ipotizzate misure di natura civilistica, sia da sole (18) che in collegamento con una norma penale (19);

d) ma in modo di gran lunga più intenso è stata portata avanti la discussione sull'introduzione di una norma penale. Da essa traspare come soprattutto i privatisti volessero a tutti i costi una norma penale, mentre al contrario gli specialisti di diritto penale si esprimevano in modo per lo più critico nei confronti di tale norma.

aa) Estremamente favorevoli alla norma penale erano Brunner e Forstmoser (20), così come — in modo molto simile alle prime posizioni di Forstmoser (21) — Kramis (22). A seguito di un'approfondita discussione, anche Fellmann (23) pervenne alla conclusione che fosse augurabile « l'introduzione di una norma di legge che punisca le transazioni compiute dagli insider, e ciò sia dal punto di vista politico-economico che da quello giuridico » (24).

A giustificazione di una norma penale vennero sostenute le seguenti argomentazioni:

— solo una norma penale potrebbe in linea di massima essere attuata in maniera efficace: ricorrendo a soluzioni di tipo civilistico ed ai *gentlemen's agreement* non sarebbe praticamente mai possibile accertare i fatti a causa del segreto bancario; in un'istruttoria penale invece questi ostacoli vengono a cadere;

MOSER, in NZZ del 27 aprile 1977, p. 19, e del 10 maggio 1977, p. 21; FORSTMOSER, SCHUBARTH e Christoph VON GREYERZ, in NZZ, 15-16 maggio 1982, p. 17, del 2 giugno 1982, p. 21, e dell'8 giugno 1982, p. 18.

Un sunto si trova in SCHMID (cit. nota 2) 4 n. 50 ss.

(17) Cit., nota 14.

(18) In tal senso Christoph VON GREYERZ, *Insider-transaktionen aus aktienrechtlicher Sicht (Le operazioni di insider trading dal punto di vista del diritto societario)*, in NZZ dell'8 giugno 1982, p. 18.

(19) Così, pur senza prendere posizione in modo definitivo, NOBEL (cit., nota 3) 140 s., a cui sarebbero fondamentalmente « gradite le soluzioni offerte dal diritto civile », ma che si trova costretto a riconoscere che tali soluzioni « richiedono che ad esse venga affiancata una norma penale, soprattutto per motivi di ordine processuale ».

(20) Cfr. nota 16.

(21) Cit., nota 2.

(22) Cit., nota 2.

(23) Cit., nota 2.

(24) P. 356.

— solo con una norma penale può essere soddisfatto il requisito della doppia punibilità, quale condizione per l'assistenza giudiziaria (25);

— l'introduzione di una norma penale avrebbe dalla sua anche il vantaggio della semplicità e della conformità al sistema. L'unità dell'ordinamento giuridico rimarrebbe tutelata e non ci sarebbe bisogno di nuove autorità né di complesse normative;

— infine, il fatto di venire qualificata come fattispecie penale, darebbe alla fattispecie il massimo connotato di disapprovazione, aumentando così la consapevolezza dell'illiceità. Inoltre l'efficacia preventiva di una norma penale sarebbe maggiore di quella offerta in alternativa dal diritto civile.

In dettaglio, i suggerimenti dei sostenitori dell'introduzione di una norma penale differivano di gran lunga l'uno dall'altro: da una parte si auspicava « una norma penale semplice ma efficace » (26) dall'altra si riteneva necessaria una dettagliata elencazione casistica delle fattispecie (27), oppure una disciplina processuale dettagliata (28).

bb) I critici di una soluzione di tipo penalistico, tra cui si annoverano Koch (29), ma soprattutto Stratenwerth (30) e Schubarth (31) esposero tutta una serie di argomentazioni:

— Si sottolineò criticamente che si sarebbe potuto individuare soltanto la punta dell'iceberg delle operazioni di *insider trading*, che il numero di operazioni non rilevate sarebbe rimasto alto e che l'applicazione della fattispecie penale non sarebbe stata « assolutamente garantita » (32);

— d'altra parte si è paventato, al contrario, che le autorità penali avrebbero potuto essere sommerse dai casi di *insider trading*, soprattutto se la fattispecie penale fosse stata configurata come delitto perseguibile d'ufficio (33);

— si è obiettato anche che l'introduzione di una norma penale avrebbe portato alla violazione del segreto bancario (34);

(25) Su tale problema vedi *infra*, par. II.

(26) Così da parte di FORSTMOSER, la cui proposta cfr. in SAG 49 (1977), 19.

(27) Così BRUNNER, la cui proposta cfr. in SAG 48 (1976) 187.

(28) Così FELLMANN (cit., nota 2) 331 ss., la cui proposta consta di tre pagine.

(29) Cit., nota 2.

(30) Cit., nota 16.

(31) Cit., nota 16.

(32) KOCH, (cit., nota 2), 129.

(33) La questione fu lungamente dibattuta durante i lavori legislativi: al riguardo cfr. ad es. Matthias LEY, *Problematische neue insider-Strafgesetzgebung, Officialdelikt oder nicht? (Problematico iter legislativo della nuova norma penale in materia di insider trading: delitto perseguibile d'ufficio o no?)*, in NZZ del 10 ottobre 1985, p. 18.

(34) Questo argomento fu utilizzato soprattutto in sede di discussione politica, cfr. ad es. Theodor FAIST, *Umstrittene Insider-Vorlage: Durchlöcherung des Bankgeheimnisses*, (II

— si è mossa poi l'ulteriore critica che l'introduzione di una norma penale destinata a regolare l'*insider trading* fosse in realtà una « *lex americana* », mentre per i casi interni svizzeri non si imponeva necessariamente il ricorso a sanzioni penali <sup>(35)</sup>;

— infine, si richiamò l'attenzione sul come che non fossero ben chiari né il contenuto antigiuridico delle operazioni compiute dagli *insider* né il fine di tutela di un eventuale norma penale. Di fatto a sostegno della necessità di una disciplina legislativa vennero addotte diverse argomentazioni: l'inganno ai danni del pubblico degli investitori <sup>(36)</sup>, il pericolo per il sistema dell'economia di mercato e soprattutto della borsa, nonché infine la violazione dell'obbligo di fedeltà perpetrata dall'*insider* (nella sua qualità di interno) a danno dell'impresa di appartenenza <sup>(37)</sup>.

e) I sostenitori dell'introduzione di una norma penale hanno alla fine avuto il sopravvento, nell'ambito delle varie discussioni di natura giuridico-politica, non soltanto per la forza delle loro argomentazioni ma anche grazie agli aiuti esterni ricevuti dagli U.S.A.

## II. L'ASPETTO INTERNAZIONALE.

a) La mancanza di una disciplina normativa (penale) in Svizzera ha portato agli inizi degli anni '80, a notevoli conflitti con gli Stati Uniti <sup>(38)</sup>.

*contestato progetto di legge sull'insider trading: l'elusione del segreto bancario*), in *NZZ* del 15 luglio 1986, p. 15. Ad esso si è ribattuto che « ... si sarebbe delimitato il concetto di attività criminale, non quello di segreto bancario » (così Hans J. BÄR — con riferimento all'assistenza giudiziaria — in *Finanz + Wirtschaft* del 13 agosto 1986, p. 14).

<sup>(35)</sup> Prese di posizione in tal senso si trovano soprattutto nella stampa finanziaria, cfr. ad es. Hans Rudolf BÖCKLI, in *Finanz + Wirtschaft*, nr. 40 del 25 maggio 1988, p. 44.

<sup>(36)</sup> L'esigenza di tutelare il piccolo risparmiatore si è manifestata soprattutto sulla stampa economica: cfr. Karl R. FELDER, in *NZZ* del 24-25 luglio 1976, p. 13; Hansjörg ABT, in *NZZ* del 31 marzo 1971, p. 17; Heinz PORTMANN, in *NZZ* del 23 marzo 1969, p. 33; Werner LEIBACHER, in *Tages-Anzeiger*, del 22 gennaio 1972, p. 45 s., nonché dello stesso autore in *Schweiz. Handelszeitung* del 15 novembre 1973, p. 7; Paul KLÜGL, in *Weltwoche*, del 7 novembre 1974, p. 25.

<sup>(37)</sup> Tale ultima motivazione è stata di recente persuasivamente sostenuta — in relazione all'ordinamento svizzero ora in vigore — da Pierre LASCUMAS - Riccardo SANSONETTI, *Les intérêts protégés par la nouvelle loi fédérale sur les opérations d'initiés (Interessi protetti dalla nuova legge federale sulle operazioni di insider trading)* (art. 161 c.p.), in *SfZ* 84 (1988) 221 ss., in part. 227 s.

<sup>(38)</sup> Al riguardo, particolarmente Peter C. HONEGGER, *Amerikanische Offenlegungspflichten in Konflikt mit schweizerischen Geheimhaltungspflichten (L'obbligo americano di fornire informazioni in conflitto con l'obbligo svizzero di mantenere il segreto)* (Tesi di laurea Zurigo, 1986, e in *SSHW* 89), nonché Jean-Marc RAPP, *Recent developments in U.S. Insider trading Prohibition and Swiss Secrecy Laws: Towards a Definitive Reconciliation?*, (*Recenti*

Com'è noto, gli Stati Uniti possiedono un perfezionato diritto relativo all'*insider trading*, con sanzioni civili, amministrative e penali. Nel corso delle indagini relative a diverse possibili operazioni di *insider trading*, la *Securities and Exchange Commission (S.E.C.)* richiese nel 1981 e negli anni seguenti a diverse banche svizzere informazioni su operazioni compiute presso le borse americane. Gli istituti svizzeri interpellati, rifiutarono le informazioni appellandosi al segreto bancario svizzero, secondo cui la loro rivelazione sarebbe stata penalmente perseguibile. Le autorità americane da parte loro non ebbero molta comprensione per questo fatto e minacciarono drastici provvedimenti <sup>(39)</sup>.

I trattati internazionali, ed in particolare quello relativo all'assistenza giudiziaria tra la Svizzera e gli U.S.A. non furono di alcuna utilità in questo caso. Presupposto di tale assistenza giudiziaria, con conseguente rimozione del segreto bancario, è notoriamente costituito dal fatto che un determinato comportamento sia penalmente perseguibile non solo in base all'ordinamento dello Stato straniero, ma anche — se quivi posto in essere — secondo le leggi svizzere. E per quanto riguarda le violazioni compiute dagli *insider*, mancava questo requisito della doppia punibilità <sup>(40)</sup>.

b) Una soluzione di tale conflitto, non superabile alla luce della normativa allora vigente, venne cercata, dopo intense trattative con il « *Memo- randum of Understanding* » <sup>(41)</sup> sottoscritto il 31 agosto 1982 dal governo svizzero e da quello americano e attraverso la conclusione della Convenzione XVI tra l'Associazione dei Banchieri Svizzeri e praticamente tutti gli istituti di credito svizzeri <sup>(42)</sup>. In base alla Convenzione XVI le banche sviz-

*sviluppi nei divieti statunitensi in materia di insider trading e nelle leggi svizzere sul segreto: verso una definitiva riconciliazione?*), in *International Tax and Business Lawyer* 5 (1987/88) 1 ss.; cfr. da ultimo anche SCHMID (cit., nota 2) par. 2, n. 12 ss.

<sup>(39)</sup> Multe fino a \$ 50.000, e addirittura sino a \$ 150.000 al giorno, cfr. HONEGGER (cit., nota 38) 54, 62.

<sup>(40)</sup> Eccettuato il caso particolare del *Tippee*, cfr. nota 4.

<sup>(41)</sup> Pubblicato da Jost L. GOEBL, *Rechtsprobleme der Konvention XVI der Schweizerischen Bankiervereinigung (Insider-Regelung) (Problematiche giuridiche della Convenzione XVI della Associazione dei banchieri svizzeri - disciplina dell'insider trading)*, (tesi di laurea, Zurigo, 1987), appendice.

Una dettagliata esposizione si trova anche in Peter C. HONEGGER, *Demystification of the Swiss Banking Secrecy and Illumination of the United States-Swiss Memorandum of Understanding (Demistificazione del segreto bancario svizzero e delucidazioni sul memorandum of understanding tra Stati Uniti e Svizzera)*, in *North Carolina Journal of international Law and Commercial Regulation*, vol. 9 (1983/84), 1 ss.

Sul *Memorandum of Understanding* e sulla Convenzione XVI cfr. anche NOBEL (cit., 1, nota 3) 138 s., RAPP, (cit., nota 38) 14 ss., e SCHMID (cit., nota 2) 2 N 16 ss.

<sup>(42)</sup> Pubblicato da GOEBL (cit., nota 41), appendice.

zere si procurarono dai loro clienti l'autorizzazione, in caso di richiesta della S.E.C. ed a determinate condizioni, a rivelare l'identità dei loro danni causa per operazioni compiute sulle borse americane (43). Dal momento che il segreto bancario doveva essere violato in casi fondati, venne previsto nel procedimento per il rilascio delle informazioni l'intervento di una Commissione d'esame creata dalla Associazione dei banchieri, e composta da esperti svizzeri indipendenti. Questa commissione aveva le funzioni di una sorta di fiduciaria e doveva trasmettere le informazioni ricevute dalle banche, a cui erano state richieste, solo se si fosse convinta che la richiesta delle autorità americane era legittima (44).

La Commissione d'esame ha dovuto occuparsi, dal momento della sua costituzione all'inizio del 1983, di circa una dozzina di indagini americane, con una vera e propria impennata nei primi mesi del 1988 (44a). Coinvolte nella procedura sono state nei vari casi una o (con maggiore frequenza) più banche — talvolta anche società finanziarie — e in questi casi, di regola, una pluralità di clienti (44b). Le informazioni vennero in certi casi fornite, in altri rifiutate: in ogni caso finora le autorità americane hanno sempre accettato le decisioni della Commissione.

La Convenzione XVI e la Commissione d'esame hanno negli ultimi anni avuto il loro battesimo di fuoco, e il procedimento ivi previsto ha funzionato, nonostante qualche attrito, in modo soddisfacente per gli interessati. Si trattava però di una soluzione di emergenza non priva di incertezze dal punto di vista del diritto statale e che sarebbe dovuta scomparire al più presto possibile.

Alcuni pochi accenni alla normativa fino ad oggi esistente, giustificano questo rilievo:

— è già discutibile il modo in cui venne realizzato l'assoggettamento dei clienti alla Convenzione (e quindi la loro rinuncia ad avvalersi del segreto bancario in quest'ambito): contrariamente alla prassi normale cioè, il silenzio del cliente di fronte alla comunicazione della banca non valeva come diniego ma come assenso, e anche un esplicito rifiuto era destinato a rimanere inefficace nel caso che il cliente, in un secondo momento, avesse

(43) Vengono richieste precise condizioni oggettive sul mercato che rendano probabili le operazioni di *insider trading*.

(44) Sul procedimento in dettaglio cfr. GOEBL (cit., nota 41) 125 ss.

(44a) Cinque sulle complessive undici indagini per casi di *Insider trading*.

(44b) Nella prima metà del 1988 la SEC formulò, nell'ambito delle inchieste su 5 presunti casi di *insider trading*, 22 richieste di chiarimenti alle banche. In tali richieste erano coinvolti anche numerosi clienti, in buona parte solo per il fatto che erano state svolte operazioni per loro conto sulla base di una procura ad amministrare.

dato ordine alla banca di compiere operazioni su una borsa americana, e questa avesse eseguito l'ordine (45).

— Nel caso che determinate condizioni oggettive si fossero realizzate sul mercato (46), la Commissione doveva trasmettere le informazioni, a meno che il cliente non dimostrasse in modo quanto meno credibile di non essere un *insider* (47). Ciò contrasta con il principio del diritto penale « in dubio pro reo » (48).

— Lo stesso interessato, cioè il presunto *insider*, non aveva alcun diritto di far valere le proprie ragioni davanti alla commissione. Il diritto di essere ascoltato veniva garantito solo alla banca interessata.

— Da ultimo, le decisioni della Commissione erano esecutive e non era previsto alcun mezzo di impugnazione contro di esse (49).

La Convenzione XVI e il *Memorandum of Understanding* sono stati fatti oggetto di numerose critiche anche dal punto di vista giuridico. Voci critiche di dissenso apparvero sulla stampa sin dalla loro introduzione (50). In tempi più recenti, ne è stato spesso messo in dubbio il carattere vincolante, pur riconoscendosi che tale costruzione fornisce, « considerando la situazione concreta, ... un rendimento degno di nota » (51). Il percorso intrapreso non potrebbe però essere proseguito in quanto costituirebbe alla lunga « una soluzione inadeguata per uno stato di diritto, continuare a fornire assistenza giudiziaria internazionale con mezzi di tal genere » (52). In prosieguo venne inoltre rilevato che a causa dei suoi considerevoli difetti formali e di sostanza il *Memorandum of Understanding* doveva essere considerato nullo e non avrebbe dovuto trovare applicazione da parte delle autorità svizzere competenti in ordine alle richieste di assistenza

(45) Cfr. l'approfondita critica di Wolfgang WIEGAND, *Zur Konvention XVI der Schweizerischen Bankiervereinigung (Sulla convenzione XVI dell'unione dei banchieri svizzeri)*, in *Beiträge zum Schweiz. Bankenrecht*, Berna, 1987, 277 ss., 284 ss.; critiche possono essere rinvenute già in Heinz REICHWEIN, *Kritische Bemerkungen zur Insider-Konvention (Osservazioni critiche alla convenzione sull'insider trading)*, in *NZZ* del 12-13 marzo 1983, p. 37).

(46) Fluttuazioni rilevanti dei volumi di mercato entro un determinato periodo precedente all'annuncio di una fusione o di una incorporazione.

(47) Cfr. GOEBL (cit., 1 nota 41) 135.

(48) Con la trasmissione delle informazioni richieste, la commissione non si pronuncia certo sull'esistenza della qualità di *insider*. Attraverso tale trasmissione peraltro, il cliente viene come minimo coinvolto in un procedimento americano estremamente lungo e costoso.

(49) GOEBL (cit. nota 41) 138.

(50) A titolo di esempio cfr. REICHWEIN (cit., nota 45).

(51) WIEGAND (cit., nota 45) 311.

(52) WIEGAND (cit., nota 45) 311 s.

giudiziaria » <sup>(53)</sup>.

Era quindi sicuramente tempo che *Memorandum* e Convenzione venissero superati mediante un intervento legislativo ordinario, come era stato previsto sin dall'inizio <sup>(54)</sup>.

### III. I LAVORI LEGISLATIVI <sup>(55)</sup>.

a) I lavori legislativi preparatori per una legge sull'*insider trading* risalgono ad almeno dieci anni fa: già nel 1974 era stata presentata al Consiglio del Cantone di Zurigo una mozione concernente gli abusi degli *insiders* nelle operazioni di borsa, mozione che era stata considerata dal Consiglio come postulato. Il Governo zurighese si espresse nei confronti di tale mozione nell'Ottobre 1976, basandosi sulle proposte di una commissione di esperti, e giunse alla conclusione che appariva « una soluzione semplice, pratica ed adeguata » quella di rendere punibile attraverso la creazione di una norma penale federale, l'utilizzazione abusiva di informazioni confidenziali e non accessibili nelle contrattazioni di titoli in borsa e sul mercato pre o fuori borsa <sup>(56)</sup>.

In Consiglio Cantonale la maggior parte dei votanti appoggiò il progetto del Governo, tanto che quest'ultimo intraprese in seguito un'iniziativa a livello federale <sup>(57)</sup>.

<sup>(53)</sup> L'anziano Giudice Federale Robert LEVY, *Das « Memorandum of Understanding » - ein ungültiges Instrument? (Il Memorandum of Understanding: uno strumento invalido?)* SJZ 83 (1987), 378 ss., 379. Il Tribunale Federale, nella sua decisione 112 lb 145 ss., non è entrato nel merito di un ricorso amministrativo contro l'applicazione della Convenzione XVI per ragioni di competenza, in quanto la convenzione farebbe parte del diritto privato.

<sup>(54)</sup> L'art. 11 della convenzione stabilisce espressamente che essa cesserà di avere efficacia quando il legislatore svizzero avrà creato delle norme sull'abuso di informazioni nei casi di *insider trading*. Al Settembre 1988 erano ancora pendenti avanti la commissione un gran numero di procedimenti, in parte iniziati da poco, i quali — nonostante l'entrata in vigore della norma penale — dovevano essere condotti a termine. Del pari avrebbero potuto essere instaurati entro il 31 dicembre 1988 anche nuovi procedimenti, che avessero ad oggetto operazioni di *insider trading* compiute prima del 1° luglio 1988 (data di entrata in vigore della norma penale). Alla fine del 1988 la Convenzione XVI è stata formalmente abrogata (comunicazione dell'Unione di Banchieri Svizzeri del 22 giugno 1988, comunicato congiunto della SEC e del Dipartimento Federale per gli Affari Esteri del 15 giugno 1988).

<sup>(55)</sup> Al riguardo, da ultimo e in modo approfondito LASCOURMES - SANSONETTI (cit., nota 37) 221 ss., nonché SCHMID (cit., nota 2) 4 n. 54 ss.

<sup>(56)</sup> Relazione e richiesta del Consiglio di Governo al Consiglio Cantonale sul postulato 1536, relativo all'utilizzazione abusiva di informazioni da parte di *insiders*, del 13 ottobre 1976, p. 1 s.

<sup>(57)</sup> Cfr. estratto dal verbale del Consiglio di governo del Cantone di Zurigo, seduta del 13 ottobre 1976, n. 5303.

b) In verità il progetto rimase poi — visto all'esterno <sup>(58)</sup> — fermo per lungo tempo: era stato infatti progettato di introdurre una regolamentazione dell'*insider trading* nell'ambito della revisione generale del diritto penale e di quello azionario, revisione comunque già decisa e che proseguiva assai lentamente. Ma quando nel 1982 gli U.S.A. si fecero sentire con toni decisamente sostenuti, la macchina della legge si mise a lavorare con maggiore rapidità: il Consiglio Federale si decise per un proprio progetto di legge autonomo e già nell'Ottobre del 1983 il Dipartimento di Giustizia e Polizia presentava un progetto preliminare, elaborato in tempo record, di normativa svizzera sull'*insider trading*. Il progetto conteneva insieme una parte penalistica ed una civilistica (di diritto azionario) <sup>(59)</sup>.

c) Il periodo di tempo dalla metà del Novembre 1983 fino alla fine del febbraio 1984, durante il quale si svolse il procedimento di verifica, venne impiegato attivamente e il progetto fu oggetto anche di un colloquio internazionale <sup>(60)</sup>. Il risultato fu chiaro: l'introduzione di una norma penale ottenne adesioni su un ampio fronte, mentre le disposizioni supplementari di diritto azionario in materia di *insider trading* vennero altrettanto chiaramente rifiutate <sup>(61)</sup>.

d) Sulla base di queste reazioni il Consiglio Federale rielaborò un progetto definitivo, che venne presentato con una Relazione il 1° maggio 1985 <sup>(62)</sup>. Le differenze fondamentali con il progetto preliminare consistevano nel fatto che venivano eliminate le norme di diritto civile, mentre veniva ampliata la fattispecie penale, essendo considerato come soggetto attivo del reato anche il *Tippee* (colui a cui sono passate le informazioni).

e) Il progetto venne dapprima esaminato a fondo negli anni 1985-86 da una commissione istituita dal Consiglio degli Stati e in seguito dallo stesso Consiglio in seduta plenaria. Era in discussione soprattutto — oltre a un progetto alternativo respinto a grande maggioranza — la questione se il

<sup>(58)</sup> Cfr., peraltro, i cenni sui lavori amministrativi interni in LASCOURMES - SANSONETTI (cit., nota 37), 223 s.: in tale ambito una norma penale era già stata elaborata nel 1980 e, nel luglio 1981, tale norma venne meglio precisata da due esperti esterni.

<sup>(59)</sup> Progetto preliminare dell'ottobre 1983 per una normativa sulla utilizzazione abusiva di conoscenze riservate, con relativo commento; cfr. a riguardo LASCOURMES - SANSONETTI (cit., nota 37), 223.

<sup>(60)</sup> *Colloque international: L'Avant-projet de loi fédérale sur les opérations d'initiés* (Ginevra, 1984).

<sup>(61)</sup> Cfr. quanto affermato da Lutz KRAUSKOPF, *Die neue Insider-Norm (La nuova norma sull'insider trading)*, in *Wirtschaft und Recht*, 38 (1986), 166 ss., 168 s.; di LASCOURMES - SANSONETTI (cit., nota 37), 224, nonché nelle Relazioni del Consiglio Federale sulle modifiche del Codice Penale Svizzero (operazioni di *insider trading*) del 1° maggio 1985, BBl, 137 (1985), II, 69 ss., 78.

<sup>(62)</sup> Cit., nota 61.

reato dovesse essere perseguibile d'ufficio o a querela di parte. Il Consiglio degli Stati infine si orientò decisamente per la qualifica di reato perseguibile d'ufficio e nell'Ottobre 1986 il progetto del Consiglio Federale venne approvato con lievi modifiche<sup>(65)</sup>, con 26 voti a favore e 5 contro.

Dall'inizio del 1987, prima la commissione del Consiglio Nazionale e in seguito il *plenum* del Consiglio Nazionale, si occuparono del progetto di legge. Anche in questa sede prevalse l'opinione che i reati compiuti dagli *insider* dovessero essere perseguibili d'ufficio. Il Consiglio Nazionale approvò il progetto il 7 ottobre 1987 con 110 voti a favore e 3 contro, e oltretutto con poche modifiche<sup>(64)</sup>.

Le restanti differenze tra i due consigli vennero sistemate entro la fine del 1987.

f) All'inizio del 1988 venne pubblicato ufficialmente<sup>(65)</sup> il testo di legge definitivo e dopo la scadenza del termine per la richiesta di *referendum* la nuova legge è entrata in vigore il 10 luglio 1988.

#### IV. LA DISPOSIZIONE LEGISLATIVA IN DETTAGLIO.

Il contenuto della nuova norma penale può qui venir soltanto abbozzato. Per una descrizione più dettagliata si rimanda alla monografia di Schmid<sup>(66)</sup>.

a) L'azione delittuosa consta di due elementi<sup>(67)</sup>:

aa) Il presupposto è che l'agente sia a conoscenza di un fatto confidenziale<sup>(68)</sup> che — se divulgato — eserciterebbe verosimilmente un influsso notevole sul corso di azioni, titoli cartolari o opzioni.

bb) L'agente deve approfittare di questa conoscenza (o cercare di approfittarne), per ottenere per sé o per altri un vantaggio patrimoniale o anche per evitare una perdita<sup>(69)</sup>.

<sup>(65)</sup> In particolare venne aggiunta una elencazione esemplificativa di fatti confidenziali rilevanti, la cui formulazione portò ad un'accesa controversia tra i Consigli: cfr. al riguardo KRAUSKOPF (cit., nota 71), 229 s.

<sup>(64)</sup> Tale schiacciante maggioranza è peraltro ingannevole, dal momento che parecchi consiglieri, pur avendo dato la propria approvazione alla nuova norma penale, non erano pienamente convinti; cfr. la relazione dei lavori in NZZ dell'8 ottobre 1987, p. 25 s., nonché il Bollettino Ufficiale NR 1987, 1370 ss., in part. 1382 s.

<sup>(65)</sup> BBI 140 (1988), I, 3 s.

<sup>(66)</sup> Cit., nota 2. L'autore è grato al sig. Schmid, che gli ha posto a disposizione le bozze di stampa della sua pubblicazione per l'ampliamento del presente articolo.

<sup>(67)</sup> Cfr. KRAUSKOPF (cit., nota 61) 170 s.; Relazione del Consiglio Federale (cit., nota 61) 81 s., nonché in modo approfondito SCHMID (cit., nota 2) 7 n. 133 ss., 157 ss.

<sup>(68)</sup> Al riguardo SCHMID (cit., nota 2), 8, n. 177 ss.

<sup>(69)</sup> Al riguardo SCHMID (cit., nota 2) 9 n. 234 ss.

b) Oggetto delle operazioni compiute dagli *insider* sono i titoli in senso ampio<sup>(70)</sup> innanzitutto le azioni e gli altri titoli mobiliari ma anche le opzioni nonché i certificati di partecipazione di società cooperative e i titoli di società straniere.

c) Per evitare di estendere troppo l'ambito di applicazione della norma penale, si prevedono delle limitazioni che riguardano sia l'azione delittuosa che l'oggetto:

aa) L'approfittare della conoscenza di un fatto confidenziale può essere rilevante per il diritto penale solo se tale fatto sia prevedibilmente idoneo ad influenzare in modo notevole il corso dei titoli. Vengono esclusi gli episodi di irrilevante entità. In che cosa consista « un fatto confidenziale di rilevante importanza » lo si ricava dall'elencazione esemplificativa<sup>(71)</sup>, inserita nel corso della discussione parlamentare<sup>(72)</sup>;

bb) l'ambito di applicazione della norma penale non si estende alle operazioni su qualsiasi titolo, ma solo alle operazioni su i titoli che vengono trattati in borsa o sul mercato preborsistico<sup>(73)</sup> <sup>(74)</sup> <sup>(75)</sup>.

<sup>(70)</sup> Cfr. al riguardo KRAUSKOPF (cit., nota 61) 153, e la Relazione del Consiglio Federale (cit., nota 61), 84 s.

<sup>(71)</sup> Vengono indicate fusioni e emissioni, alle quali sono equiparate quelle situazioni di fatto che, per il loro significato, siano assimilabili a tali operazioni, cfr. LUTZ KRAUSKOPF, *Die Neue Insiderstrafnorm (La nuova norma penale sull'insider trading)*, in *Der Schweizer Treuhänder*, 62 (1988) 228 ss., 229, e SCHMID (cit., nota 2), 8 n. 183 ss. Nonostante il 3 il concetto di « fatto » è perciò da intendere quale clausola generale, KRAUSKOPF, *op. loc. cit.*

Certamente tale clausola generale è limitata dalla « necessità » di essere in presenza di un comportamento « simile »: la portata di tale limitazione è difficile da valutare, e potrebbe condurre ad un restringimento molto marcato dell'ambito di applicazione della norma penale: possono, ad es., un'inaspettata catastrofica chiusura dell'esercizio ovvero un'altrettanto inaspettata disgrazia nel corso di lavori di sviluppo costituire « fatti », ai sensi dell'art. 161 Codice Penale Svizzero? Secondo il tenore letterale della norma ciò sarebbe da escludere, in quanto non sussiste alcuna similitudine con l'emissione di titoli o la fusione di società.

Tale limitazione peraltro non sembra corrispondere alla *ratio* della norma. KRAUSKOPF, *op. cit.*, 230, sostiene perciò la tesi secondo cui il testo si riferirebbe a circostanze di fatto « che per le loro caratteristiche sono simili alle fusioni o all'emissione di titoli, ma anche quelle che sono da ricondurre nell'ambito di attività dell'impresa ». A titolo di esempio egli porta — con riferimento alla discussione in seno al Consiglio degli Stati — l'ipotesi di perdite commerciali imminenti e di rilevante entità, o corrispondenti guadagni, collegate ad un prodotto commercialmente rivoluzionario.

<sup>(72)</sup> Sul concetto di « rilevante » cfr. SCHMID (cit., nota 2), 8, n. 219 ss.

<sup>(73)</sup> Al riguardo, SCHMID (cit., nota 2), 7, n. 141 ss.

<sup>(74)</sup> Anche nei casi peraltro, in cui le operazioni non vengono compiute sul mercato borsistico, o pre-borsistico. Ciò è essenziale, data la mancanza di un obbligo di concentrazione delle negoziazioni in Borsa.

<sup>(75)</sup> Nel corso dei lavori legislativi, risultò controverso, se dovessero essere ricompresi anche i titoli trattati sul mercato extraborsistico (in tal senso la proposta del consiglio naziona-

d) Autori del reato <sup>(76)</sup> possono essere:

a) innanzitutto un *insider* che presti la propria attività all'interno dell'impresa, quindi una persona che sia vincolata alla società da un rapporto organico, un collaboratore o un consulente;

bb) un destinatario dell'informazione esterno all'impresa, ossia un *tippee*, che sia venuto a conoscenza, direttamente o indirettamente <sup>(77)</sup>, di un fatto di rilevante portata <sup>(78)</sup>;

cc) nel caso di un gruppo infine le categorie di persone indicate sopra nelle lettere aa) e bb) anche presso le società controllate o dominate e, nel caso che sia progettata l'instaurazione di rapporti di concentrazione tra imprese, anche gli interessati di entrambe le società.

e) È punibile solo lo sfruttamento intenzionale di informazioni confidenziali <sup>(79)</sup>.

f) Quello previsto dall'art. 161 del Codice Penale Svizzero è stato concepito come reato d'evento, dove la fattispecie illecita può considerarsi verificata solo se viene conseguito un vantaggio patrimoniale <sup>(80)</sup>. Per la verità è punibile in forza dei principi generali del diritto penale anche il tentativo in sé <sup>(81)</sup>, che per la verità non dovrebbe essere scoperto quasi mai.

g) Come già detto, la fattispecie è stata strutturata come reato perseguibile d'ufficio. La sanzione prevista <sup>(82)</sup> è la detenzione <sup>(83)</sup> o — come dovrebbe avvenire di regola — la multa <sup>(84)</sup>.

Inoltre il giudice può disporre confisca a favore dello stato dei vantaggi patrimoniali ottenuti illegalmente <sup>(85)</sup>.

le), ma tale soluzione venne alla fine rifiutata. Fin dall'inizio fu chiaro, che si doveva creare una norma per la tutela solo del mercato anonimo.

<sup>(76)</sup> Cfr. al riguardo KRAUSKOPF (cit., nota 61) 172 s., Relazione del Consiglio Federale (cit., nota 61), 82 ss., nonché, esaurientemente, SCHMID (cit., nota 2), 6, n. 80 ss.

<sup>(77)</sup> Il c.d. « suggerimento a catena », cfr. SCHMID (cit., nota 2), 12 n. 293 s.

<sup>(78)</sup> L'elemento soggettivo della fattispecie penale deve pertanto ritenersi realizzato, solo quando il terzo sa che un *insider* gli ha fornito abusivamente l'informazione.

<sup>(79)</sup> Art. 18, primo comma, cfr. KRAUSKOPF (cit., nota 61) 173, e Relazione del Consiglio Federale (cit., nota 61), 85.

<sup>(80)</sup> SCHMID (cit., nota 2) § 9 n. 263.

<sup>(81)</sup> Art. 21 cod. pen., cfr. SCHMID (cit., nota 2) § 18 n. 346 ss.

<sup>(82)</sup> Sul punto KRAUSKOPF (cit., nota 61) 174 e Relazione (cit., nota 61) 86.

<sup>(83)</sup> Fino ad un massimo di tre anni (art. 36 c.p.) in caso di *insider* interno all'azienda, e fino a un massimo di un anno (art. 161, secondo comma, c.p.) in caso di *tippee*.

<sup>(84)</sup> Ai sensi dell'art. 48, par. 1, c.p., l'importo massimo ammonta a sfr. 40.000. Qualora l'autore del reato abbia agito a scopo di lucro, non sussiste alcun limite massimo (art. 48, par. 1, secondo comma, c.p.).

<sup>(85)</sup> Art. 58 I lett. a) c.p.; al riguardo SCHMID (cit., nota 2) 27 n. 452 ss.

I proventi patrimoniali confiscati possono anche essere attribuiti ai danneggiati <sup>(86)</sup>.

h) Con l'introduzione di questa norma penale viene in linea di principio risolto anche il conflitto giudiziario con gli Stati Uniti in questa materia, essendo stato soddisfatto il requisito della doppia punibilità <sup>(87)</sup>.

Certamente non tutti i problemi di collaborazione giuridica possono considerarsi risolti anche per il futuro, data la diversa formulazione delle fattispecie relative agli *insider* in Svizzera e negli U.S.A. <sup>(88)</sup>.

Per appianare il più possibile tali conflitti, con uno scambio di note avvenuto il 10 novembre 1987 tra la Svizzera e gli Stati Uniti <sup>(89)</sup>, è stata garantita l'assistenza giudiziaria non solo per quanto riguarda i procedimenti penali ma anche in determinati procedimenti civili o amministrativi relativi a casi di *insider trading*, purché tali procedimenti possano condurre a determinate sanzioni penali <sup>(90)</sup>. Sia detto per inciso, potrebbero in futuro sorgere nuovamente conflitti nell'ambito dell'assistenza giudiziaria bilaterale, stante la revisione delle norme relative all'*insider trading* attualmente in esame negli U.S.A. <sup>(91)</sup>.

<sup>(86)</sup> Art. 60 I c.p.

<sup>(87)</sup> Cfr. al riguardo in dettaglio SCHMID (cit., nota 2), 32 n. 521 ss.

<sup>(88)</sup> Così anche il Consigliere Federale sig.ra Kopp, in una intervista su *Schweizer Bank*, 1988, fasc. 4 p. 4 ss., 5.

<sup>(89)</sup> Cfr. la Raccolta Ufficiale delle leggi Federali, 1988, p. 416 ss.

<sup>(90)</sup> *Memorandum* di accordo tra il governo della Svizzera e quello degli Stati Uniti d'America sulla reciproca assistenza in materia penale e di processi amministrativi sussidiari, il cui testo nella traduzione tedesca è stato pubblicato in BBl 140 (1988) II 394 ss. Il concetto di assistenza giudiziaria in « materia penale » viene in tal modo notevolmente allargato. Tale allargamento si basa su una disposizione del Trattato tra Svizzera e USA per l'assistenza giudiziaria in materia penale del 25 maggio 1973 (art. 1, terzo comma), in forza del quale le parti contraenti possono stabilire di comune accordo « che l'assistenza giudiziaria di cui al presente trattato può essere estesa anche ai procedimenti amministrativi sussidiari, relativi e provvedimenti da adottare nei confronti dell'autore di una condotta penalmente rilevante che ricada nell'ambito del trattato stesso ». Se in tale formulazione possano essere ricompresi anche « i procedimenti ... in cui venga richiesta l'applicazione di una sanzione (anche pecuniaria) di natura civilistica » e « i procedimenti avanti la SEC o altro giudice amministrativo, nei quali ... venga chiesta la cancellazione o la sospensione della registrazione di una società regolata ai sensi di legge ... » (part. 3 e 5 della nota americana), è questione che può in questa sede essere solo accennata. In senso critico nei confronti di un allargamento dell'assistenza giudiziaria ai procedimenti amministrativi, vedi da ultimo Ueli EHRSAM, *Bahn frei für US-Aufsicht (Via libera al controllo americano)*, in *Schweiz. Handels Zeitung* nr. 27 del 7 luglio 1988, p. 1. Sul *Memorandum* cfr. anche SCHMID (cit., nota 2), 31 n. 528 ss.

<sup>(91)</sup> Cfr. al riguardo l'accenno in NZZ del 5-6 dicembre 1987, p. 33.



## V. GIUDIZIO CONCLUSIVO.

Per sapere se la nuova norma si dimostrerà valida nella prassi non rimane che attendere.

A tutt'oggi è possibile soltanto formulare le seguenti osservazioni conclusive:

### 1. In generale.

a) La norma penale svizzera a mio avviso, rappresenta una via di mezzo tra un ordinamento perfezionista, dispendioso e complesso come quello americano e una regolamentazione che può essere facilmente aggirata come quella offerta dalla soluzione tedesca della autodisciplina.

A mio parere, non esiste il pericolo che — come si paventa di tanto in tanto in sede politica — le autorità investigative e i tribunali possano essere sommersi da casi di *insider trading*. Come accade per altri reati economici, le autorità statali interverranno solo qualora — anche tramite gli articoli della stampa — sussistano pesanti e fondati sospetti.

Piuttosto potrebbe avverarsi l'altra previsione, secondo cui la norma dell'*insider trading* non troverebbe mai valida applicazione. Se però ciò fosse conseguenza (anche) della sua efficacia preventiva, sarebbe certamente da considerare già un successo!

b) Alla critica mossa anche negli ultimi tempi, secondo la quale « non si riesce a comprendere perché mai adesso si debba trattare in modo diverso un abuso di fiducia ogni volta che abbia come conseguenza un guadagno in borsa »<sup>(92)</sup>, si deve controbattere che la particolarità della problematica delle operazioni compiute dagli *insider* consiste proprio nel fatto di essere anonime. Dove le parti si conoscono — nelle transazioni che avvengono *face to face* — sono sufficienti i tradizionali rimedi legali contro il dolo e l'inganno.

c) Piuttosto si rivela fondata, a mio avviso, l'osservazione critica secondo cui « con le operazioni compiute dagli *insider* viene estrapolato a caso un solo aspetto tra quelli che ineriscono alla tutela del mercato finanziario » e « la problematica dell'*insider trading* è — o dovrebbe essere — solo una piccola parte del diritto che si occupa di tale mercato »<sup>(93)</sup>. Comunque appare che la tutela penale già esistente sia meglio sviluppata in altri settori. Il Tribunale Federale ha così recentemente stabilito che in una manipolazione del mercato azionario possono ravvisarsi gli estremi di una

<sup>(92)</sup> Così Markus SCHUPPLSSER, in *Finanz + Wirtschaft* del 26 giugno 1985 p. 13.

<sup>(93)</sup> NOBEL (cit., nota 3), 141.

truffa<sup>(94)</sup>.

d) Per quanto riguarda la questione controversa sul bene che il diritto intende tutelare, sorta in sede di politica del diritto<sup>(95)</sup>, la nuova norma penale svizzera specifica chiaramente che « non deve considerarsi punibile solo la violazione del dovere di fedeltà dell'*insider* nei confronti della propria società, ma si persegue anche una più ampia tutela di beni giuridici »<sup>(96)</sup>. Anche la « parità di condizione nelle operazioni sui titoli » deve essere tutelata, così come il pubblico degli investitori e la trasparenza e l'efficienza della borsa<sup>(97)</sup>. Solo tenendo presente questi scopi di tutela possono trovare giustificazione l'inclusione del *tippee* e lo sviluppo della norma come reato perseguibile d'ufficio.

Non si deve ignorare comunque — anche quando non risulta chiaramente dal testo della legge — l'aspetto internazionale, vale a dire il miglioramento della posizione del sistema bancario svizzero nei rapporti internazionali<sup>(98)</sup>.

### 2. Una trappola per gli analisti finanziari?

a) Presso il grande pubblico l'entrata in vigore della norma penale non ha sollevato particolari polemiche. Essa tuttavia, ha sollevato una certa inquietudine tra gli analisti finanziari e i consulenti professionali. Da parte di queste categorie si teme che, attraverso la nuova norma penale, possa essere frustrata la legittima ricerca di informazioni<sup>(99)</sup>.

A tale riguardo si può osservare brevemente quanto segue:

b) Senza dubbio un analista finanziario o un consulente si rendono colpevoli qualora si procurino fondate informazioni confidenziali al fine di

<sup>(94)</sup> DTF, 113 Ib, 170 ss.

<sup>(95)</sup> Al riguardo cfr. *ante* nota 36 s., e recentemente modo approfondito LASCOUMES - SANSONETTI (cit., nota 37), 224 ss., nonché SCHMID (cit., nota 2), 5 N 71 ss.

<sup>(96)</sup> Del pari KRAUSKOPF (cit., nota 61) e la Relazione del Consiglio Federale (cit., nota 61), 85 ed in part. 78, in quest'ultimo sottolinea che si tratterebbe « della tutela dell'impresa ..., della trasparenza del mercato borsistico e della parità di condizioni operative per gli investitori ».

<sup>(97)</sup> Su posizioni diverse, quanto meno sotto il profilo valutativo, LASCOUMES - SANSONETTI (cit., nota 37), 225 ss., i quali pongono al primo posto la tutela dell'impresa interessata e al secondo il miglioramento della posizione internazionale delle banche elvetiche. Al terzo posto, tra gli interessi da tutelare, viene indicata l'« integrità del mercato borsistico ».

<sup>(98)</sup> Vedi al riguardo par. III.

<sup>(99)</sup> In tal senso si esprime ad esempio Werner STAUFFACHER in due articoli, in *Schweiz. Handels Zeitung* del 17 settembre 1987, p. 69 s., e in *Zürichsee-Zeitung* del 18 settembre 1987, p. 5. Perciò attraverso la nuova norma una « diligente chiarificazione » potrebbe diventare una fattispecie penale e la fiducia sarebbe punita.

decidere gli investimenti da effettuare. Si tratta di un aspetto importante della nuova legge, che mira a migliorare la parità di condizioni nelle operazioni di borsa.

Per il resto, l'ambito di applicazione della norma viene chiaramente delimitato in due direzioni:

— da un lato, qualsiasi informazione può essere utilizzata liberamente anche per operazioni di borsa, fintanto che essa provenga da fonti accessibili a tutti. « Accessibile a tutti » non significa solamente ciò che è notorio, ma ogni informazione che anche un terzo potrebbe ottenere, anche se forse con particolare sforzo.

— dall'altro, secondo me, si dovrebbe poter operare, pur essendo a conoscenza di informazioni particolari, qualora una corrispondente analisi sia stata pubblicata e perciò lo stesso reso accessibile a tutti, quando cioè anche i terzi potrebbero comunque prendere le loro decisioni, in base ai suggerimenti ivi contenuti <sup>(100)</sup>.

c) in verità la posizione dell'analista che, nel corso delle discussioni con i membri della direzione abbia preferito tenersi per sé delle informazioni essenziali, privilegiate e confidenziali, e non le abbia inserite in una analisi resa pubblica, è sicuramente delicata. Sotto questo profilo avremo in futuro una notevole riservatezza nella vita economica. La nuova normativa prevede comunque, anche sotto questo aspetto, ulteriori limitazioni:

— innanzitutto, perché si realizzi il reato di *insider trading* si richiede lo sfruttamento di « fatti » <sup>(101)</sup>. A mio avviso non possono essere considerati « fatti » nel senso previsto dalla normativa sull'*insider trading*, il giudizio (soggettivo) sul futuro fondamento degli affari, l'esplicitazione di aspettative ancora incerte, e così pure l'indicazione di sintomi generali che lascino prevedere un certo sviluppo, in positivo o in negativo, dell'impresa. Al contrario, e per usare un concetto il più chiaro possibile, deve essere in discussione un concreto evento.

— In secondo luogo, si richiede che questo fatto sia in grado di influenzare notevolmente il corso dei titoli, e che tale influenza sia prevedibile. Nel caso in cui preveda che una certa informazione avrà soltanto un influsso insignificante sul corso della borsa, o non si possa prevedere se o

<sup>(100)</sup> Al riguardo non ritengo sia necessario che tutte le informazioni, su cui si fonda una raccomandazione per investimenti, vengano rese note. Poiché ognuno è in grado di operare sulla base di tale raccomandazione, non si può a mio avviso affermare, anche qualora determinate conoscenze siano state tenute nascoste, che l'*insider* si sia procurato un vantaggio patrimoniale sfruttando proprie conoscenze specifiche.

<sup>(101)</sup> Al riguardo SCHMID (cit., nota 2).

come il fatto influenzerà il corso dei titoli, non sussistono i presupposti per l'applicazione del nuovo art. 161 del Codice Penale Svizzero.

Con una fattispecie penale così ben definita, dovrebbero quindi poter convivere l'analista finanziario e il consulente <sup>(102)</sup>. Ma soprattutto — cosa che finora non è stata rilevata — si è creata una normativa che può considerarsi nuova solo in parte. In realtà la prassi in vigore ad opera del Tribunale Federale — come si è detto — già ricomprendeva la figura del *tippee* fondandosi sull'art. 162 del Codice Penale Svizzero <sup>(103)</sup>. Secondo questa norma è punibile chi tragga vantaggio dalla violazione di un segreto professionale. In questo senso si considera « segreto », secondo l'ampia formulazione del Tribunale Federale, ogni particolare conoscenza che non sia stata resa pubblica o non sia facilmente accessibile, che il mandante abbia un particolare interesse a tenere segreta e a non vedere divulgata <sup>(104)</sup>. Lo « sfruttamento della conoscenza di un fatto confidenziale », cui si riferisce la nuova norma sull'*insider trading*, avrebbe perciò già potuto essere considerato molto spesso — sia pure non senza eccezioni <sup>(105)</sup> — alla stregua di un'utilizzazione a scopo di profitto di un segreto professionale, come tale punibile secondo l'art. 162 del Codice Penale Svizzero <sup>(106)</sup>.

### 3. « Più severo di qualsiasi vincolo »?

a) Un ulteriore timore manifestato dalla stampa è che il nuovo articolo di legge sull'*insider trading* non consenta più in futuro di comperare sul mercato « segretamente » una minoranza di azioni e che renda perciò impossibile qualsiasi tentativo di acquisizione soffocando in tal modo quei profitti dell'azionariato pubblico sui titoli che si verificavano regolarmente in occasione di tali tentativi. La nuova norma penale sarebbe quindi « più severa di qualsiasi vincolo » sulla circolazione delle azioni <sup>(107)</sup>.

<sup>(102)</sup> Su ulteriori problemi, relativamente all'utilizzazione della norma, si sofferma STRATENWERTH (cit., nota 16) 671 ss., ove l'Autore peraltro si pronuncia avendo riguardo al progetto preliminare e non al testo definitivo. Indicazioni su problemi che ci si deve aspettare si trovano inoltre in LASCOURMES - SANSONETTI (cit., nota 37) 228 s.

<sup>(103)</sup> DTF 109 Ib, 47 ss. in part. 56 s. E 5c; vedi ante nota 4.

<sup>(104)</sup> Cfr. DTF 103 IV 284, 80, IV, 27.

<sup>(105)</sup> Cfr. KRAUSKOPF (cit., nota 71), 229. In senso critico riguardo alla prospettiva di considerare di norma l'abuso di informazioni anche come violazione del segreto aziendale, SCHMID (cit., nota 2) 23, n. 390 ss., in part. 392 ss.

<sup>(106)</sup> Sicuramente con una rilevante differenza di ordine pratico: la fattispecie di cui all'art. 162 c.p. è configurata come reato perseguibile a querela, quella di cui al nuovo art. 161 come reato perseguibile d'ufficio.

<sup>(107)</sup> Così il titolo di una lettera al direttore di H.A. KELLER, segretario dell'Associazione Svizzera per la tutela degli investitori, in *Schweiz. Handels Zeitung*, cfr. il numero 24 del 16 giugno 1988, p. 11.

b) Al riguardo si deve porre l'accento sul fatto che la fattispecie dell'*insider trading* configura un vero e proprio reato speciale, e che quindi le persone interessate sono solo quelle indicate dall'art. 161 del Codice Penale Svizzero. Il *raider* al contrario, non è di regola « membro del consiglio di amministrazione, della direzione, del collegio sindacale », né un « mandatario », o ancor meno un pubblico funzionario o un « ausiliario »: poiché questo gruppo di persone violerebbe i propri doveri di fedeltà e lealtà attraverso i tentativi di acquisizione.

Ma il *raider* non è neppure un *tippee*, dal momento che agisce sulla base di proprie personali riflessioni.

Se poi il *raider* fosse eccezionalmente un *insider* interno all'impresa o un *tippee*, entrerebbe in gioco la norma penale e sicuramente a buon diritto.

c) Espresso in parole più semplici: « Nessuno può essere *insider* di se stesso » <sup>(108)</sup>.

4. *L'art. 161 del Codice Penale Svizzero come ostacolo dell'acquisto delle proprie azioni?*

a) Anche il timore che una società non possa più acquistare in futuro azioni proprie <sup>(109)</sup>, si rivela infondato.

b) La società stessa non può essere un *insider* e ciò per il fatto stesso di non appartenere al gruppo di agenti potenziali previsto dalla fattispecie penale.

c) Ma nemmeno i membri degli organi che partecipano attivamente a tali operazioni possono essere considerati degli *insider* — sempre presupponendo che trattino per la società e non per il proprio interesse. L'acquisto di azioni proprie costituisce « in modo evidente un'ipotesi diversa rispetto a quella che il legislatore ha preso in considerazione al momento di definire la fattispecie penale dell'*insider trading* » <sup>(110)</sup>.

5. *Problemi per i rappresentanti delle persone giuridiche nei consigli di amministrazione?*

a) Secondo l'art. 707 III del Codice Svizzero delle Obbligazioni, al

<sup>(108)</sup> Così l'ipotesi portata ad esempio nella pubblicazione della Banca Vontobel, *Das neue schweizerische Insider-Recht*, p. 23.

<sup>(109)</sup> Non è questa la sede per addentrarsi nella problematica di diritto civile relativa ad un acquisto di questo genere.

<sup>(110)</sup> Gottlieb Andrea KELLER, *Die Insider-Strafnorm und der Erwerb eigener Aktien*, (La norma penale sull'*insider trading* e l'acquisto di azioni proprie), in SAG 58 (1986) 33 ss: 37, con motivazioni approfondite ed esaurienti alle quali in questa sede si rimanda.

posto di una persona giuridica può essere eletto nel consiglio di amministrazione di una società terza il suo rappresentante. È possibile che tali rappresentanti o la società che li ha delegati diventino perseguibili rispettivamente come « informatori » e come *tippees*?

b) Anche in questo caso si deve escludere che la società possa essere considerata come *tippee*, e ciò in quanto essa non può assumere la qualifica di colpevole del reato di *insider trading*, non rientrando nel gruppo dei potenziali autori del reato stesso.

c) Ma, a mio parere, la persona fisica che agisce come rappresentante, non si espone ad alcun rischio, che non sia quello insito nella *ratio* dell'art. 161 del Codice Penale Svizzero.

Non c'è discussione nel caso in cui il rappresentante agisca nel proprio interesse sulla base delle informazioni confidenziali: in questo caso egli è un *insider* « assolutamente ordinario », che ricade sotto la norma penale e il cui comportamento soddisfa la condizione d'illiceità definita da tale norma.

È al contrario più delicata da risolvere la questione se tale rappresentante possa ricadere nella previsione penale in qualità di « informatore », nel caso in cui riferisca alla società delegante. Anche in questo caso deve darsi, in presenza di un comportamento corretto, risposta negativa.

Quello previsto dall'art. 161 del Codice Penale Svizzero, è un reato intenzionale <sup>(111)</sup>. L'*insider* deve quindi porre in essere, scientemente e intenzionalmente, gli elementi oggettivi previsti dalla fattispecie penale <sup>(112)</sup>.

Il reato di *insider trading* dovrebbe con ciò essere di regola escluso nell'ipotesi di cui ci stiamo occupando: il membro delegato del consiglio di amministrazione rilascia generalmente le sue dichiarazioni senza l'intenzione di procurare a terzi <sup>(113)</sup> vantaggi patrimoniali illeciti, e non si deve neppure necessariamente escludere che le sue informazioni vengono utilizzate abusivamente per vere e proprie operazioni di *insider trading*.

Anche la presenza del dolo eventuale <sup>(114)</sup> è in ogni caso da escludere, se la persona delegata non ha previsto e non aveva l'obbligo di prevedere, che la società delegante o gli organi di quest'ultima possano abusare delle

<sup>(111)</sup> Cfr. anche in nota 79.

<sup>(112)</sup> L'essere a conoscenza di un'informazione confidenziale in grado di influenzare in modo significativo il corso dei titoli, e l'utilizzo di tale conoscenza per il conseguimento di un vantaggio patrimoniale per sé o per un terzo.

<sup>(113)</sup> Vale a dire della società delegante o comunque anche dei componenti del consiglio di amministrazione di tale società.

<sup>(114)</sup> Sul punto cfr. SCHMID (cit., nota 2) § 11 n. 280.

informazioni che sono state loro fornite.

Per il resto bisogna fare riferimento alle limitazioni di carattere generale sopra menzionate (v. nota 71 e s.): solo i fatti, che siano verosimilmente in grado di influenzare notevolmente il corso dei titoli sono penalmente rilevanti in caso di utilizzo da parte dell'*insider* che ne sia venuto a conoscenza.

Qualora tali fatti vengano messi in discussione, e il membro delegato del consiglio di amministrazione constati che la società delegante o alcuni organi di essa abusano delle sue informazioni, egli deve certamente tacere. Sotto questo — limitato — profilo, molto probabilmente in futuro si correrà un rischio in più <sup>(115)</sup>.

d) Si consideri, per inciso, che la divulgazione di tali informazioni — anche a favore del grande azionista delegante — avrebbe già dovuto essere proibita in base alla normativa in vigore.

Infatti il membro del consiglio di amministrazione deve tutelare il segreto sugli affari della società <sup>(116)</sup> e — in base al diritto azionario già vigente — non deve divulgare le relative informazioni, neppure quando sia stato eletto quale rappresentante di una persona giuridica ai sensi dell'art. 707 III del Codice Svizzero delle Obbligazioni <sup>(117)</sup>.

## 6. Conseguenze.

Da un primo apprezzamento dunque, emerge che l'art. 161 del Codice Penale Svizzero è stato formulato in maniera sensata e realistica, e che i timori di un eccessivo logoramento avanzati negli ultimi mesi da più parti con il preciso intento di « silurare » la norma all'ultimo momento, non sono sostenuti da valide argomentazioni <sup>(118)</sup>.

La norma sull'*insider trading* e la sua configurazione meritano quindi di essere accolti con favore.

<sup>(115)</sup> Anche in questo caso ci si chiede se si possa comunque parlare di una normativa « nuova »: secondo la prassi del Tribunale Federale (cfr. anche nota 4) il rappresentante del consiglio di amministrazione avrebbe comunque potuto, già prima dell'introduzione della nuova norma, essere punito per violazione di un segreto aziendale.

<sup>(116)</sup> Cfr. al riguardo essenzialmente Renate WENNINGER, *Die aktienrechtliche Schweigepflicht (L'obbligo al silenzio nel diritto societario)* (tesi di laurea, Zurigo, 1983 - SSW 70) in part. 135 ss.

<sup>(117)</sup> Cfr. WENNINGER (cit., nota 16), 164 s.

<sup>(118)</sup> Ben più fondato appare al contrario il timore, che l'ambito di applicazione della norma venga ad essere eccessivamente ristretto per aver limitato i fatti rilevanti all'emissione di titoli, alla fusione di azienda e alle situazioni di fatto assimilabili (art. 161, par. 3 c.p.), cfr. al riguardo ante, nota 71.

GIUSEPPE B. PORTALE

## La disciplina dell'*insider trading* nella Repubblica Federale di Germania

### I. Premessa.

1.1. La discussione intorno ad un possibile divieto di *insider trading* ha avuto inizio, in Germania, subito dopo la metà degli anni '60, in seguito ad alcuni casi spettacolari di transazioni compiute da *insiders*, che avevano provocato danni di miliardi per il pubblico, e sotto la spinta delle esperienze statunitensi.

Ritirato per le molte critiche ricevute il non fortunato progetto di riforma della borsa del 1967 — che prevedeva, fra l'altro, una serie di norme in materia di informazione e pubblicità tendenti a ridurre i vantaggi ritraibili dagli *insiders*, sfruttando le loro informazioni —, la disciplina dell'*insider trading* fu affidata ad una sorta di produzione normativa, per delega dello Stato, da parte delle associazioni centrali delle categorie economiche interessate, che ha portato ad una soluzione di autodisciplina ad opera di quelle stesse categorie.

I precedenti dell'attuale disciplina (maggio 1988), in sintesi, possono essere ricostruiti nei termini seguenti. Come reazione ai ricordati casi di *insider trading* diventati di dominio pubblico, il Ministero dell'economia, allora competente per la borsa, nominava nel 1968 una « Commissione di esperti di borsa » (*Börsensachverständigenkommission*; tale Commissione era composta da: due rappresentanti autonomi delle banche, due esperti di scienze economiche, un rappresentante degli investitori, uno ciascuno dell'industria, delle assicurazioni, della Banca federale, delle borse e dei Länder. Per maggiori precisazioni, cfr. il supplemento speciale della *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, n. 24 del 15 dicembre 1970), la quale il 13 novembre 1970 emanava le « Raccomandazioni per la soluzione dei c.d. problemi degli *insiders* » (*Empfehlungen sur Lösung der sog. Insider-Probleme*), che constavano delle « Direttive per le transazioni degli *insiders* »

anno 34° / 1989

IPRZ

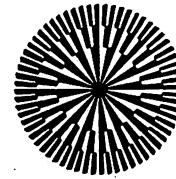
L2  
25  
34  
I

spedizione in abbonamento postale - gruppo 4° - 70%

---

# RIVISTA DELLE SOCIETÀ

fondata da Tullio Ascarelli



---

direttori:

Giuseppe Auletta - Alberto Crespi - Gino de Gennaro  
Cesare Grassetti - Guido Landi - Luigi Mengoni  
Ariberto Mignoli - Guido Rossi - Bruno Visentini



dott. A. Giuffrè editore - Milano