

Divagazioni in margine all'analisi della informazione finanziaria.*

*Giovanni Maria Flick***

1. Per una riflessione stimolata dall'interessante lavoro di Gioacchino Amato sulla informazione finanziaria *price-sensitive*, mi sembra doveroso prendere le mosse da un insegnamento tanto tradizionale quanto rivoluzionario della Chiesa, attuale ai tempi della crisi: l'enciclica "*Caritas in veritate*" di Benedetto XVI.

L'enciclica suggerisce - e la crisi impone - un ripensamento globale dell'economia, dei suoi fini e delle sue regole, dopo l'esplosione dell'interdipendenza planetaria e dell'inadeguatezza (manifestata dagli abusi distruttivi) di una visione soltanto economica. E nella consapevolezza che i costi umani, prima o poi, diventano inevitabilmente costi economici, e viceversa.

Tra i settori più coinvolti in quel ripensamento mi appaiono particolarmente significativi il mercato e la finanza: certo non gli unici ai quali applicare i principi di gratuità, fiducia reciproca, fraternità, proposti dall'enciclica; ma quelli su cui si riflette con evidenza e immediatezza il dibattito sulle regole.

A proposito del mercato - anche, dunque, di quello mobiliare - l'enciclica constata che il denaro non può essere l'unico strumento di relazione e di reciprocità. La solidarietà e la fiducia sono essenziali per svolgere la funzione economica e finalizzare il mercato al bene comune; la gratuità deve avere un posto anche nei rapporti mercantili, come spazio per attività economiche non informate al solo profitto.

Occorre avere il coraggio di non fermarsi alla giustizia commutativa dello scambio, ma di passare a quella distributiva e sociale: dal rispetto dei diritti - un presupposto necessario - alla vera eguaglianza, anche attraverso una revisione del concetto di profitto, dei fini e modi in cui si realizza. È definitivamente superata la distinzione rigida, secondo la quale spetta all'economia produrre e alla politica distribuire; se non altro perché l'interdipendenza planetaria e la globalizzazione (nonostante il permanere di barriere protezioniste dei paesi ricchi nei confronti dei paesi poveri) hanno indebolito le politiche nazionali.

La riflessione dell'enciclica sulla finanza è - se possibile - ancor più esplicita, specifica e mirata, poiché lì sta il cuore della crisi, delle sue cause prossime e immediate. La patologia finanziaria, da cui la crisi ha avuto origine, dimostra la necessità di una riflessione sui principi, da cui far discendere l'elaborazione di regole nuove, delle quali tutti sentiamo l'esigenza, almeno a parole.

3 marzo 2014

*Intervento alla presentazione del volume "*L'informazione finanziaria price-sensitive*" di Gioacchino Amato. Roma - 4 marzo 2014.

** *Presidente emerito della Corte Costituzionale*

Anche in ambito finanziario l'applicazione del binomio "carità-verità" è precisa e concreta. L'enciclica osserva che non ci si può limitare a segmenti settoriali di finanza etica: segmenti di moda ma troppo settoriali, che proprio per questo si trasformano facilmente in alibi, in tranquillante per la coscienza, in copertura di immagine rispetto alle deviazioni sostanziali. Le iniziative umanitarie in ambito finanziario sono in sé certamente utili; ma l'intero sistema deve essere finalizzato allo sviluppo integrale e umano.

Non tradire la fiducia dei risparmiatori; rinnovare strutture e modalità di funzionamento, dopo il pessimo uso che se n'è fatto; tornare alla miglior produzione di ricchezza e allo sviluppo; ripristinare l'equilibrio alterato tra economia finanziaria ed economia reale. Sono alcune fra le urgenze indicate dall'enciclica, con una concretezza che si esprime anche attraverso una esemplificazione articolata e consapevole della realtà: la povertà crescente, anche nei paesi dello sviluppo economico; la lotta all'usura e il sostegno ai ceti e ai soggetti deboli; la micro-finanza e il credito di prossimità, nei confronti delle piccole imprese e delle famiglie in difficoltà.

L'enciclica - si è detto giustamente - non può e non deve proporre regole, tecniche o politiche che siano. Ma può e deve proporre principi da cui muovere e valori ai quali tendere attraverso le regole. Mi sembra che principi e valori emergano concretamente e con fermezza. Ad esempio, la garanzia della trasparenza e la prevenzione del conflitto di interessi sono ritenute condizioni essenziali e preliminari, per assicurare fiducia e responsabilità e per indirizzare (anche) la finanza allo sviluppo integrale. Sono condizioni sulle quali si può e si deve intervenire concretamente, elaborando regole efficaci; curandone l'effettiva applicazione e non solo la proclamazione, a livello sovranazionale e nazionale.

Per la dimensione sovranazionale penso al tema dei paesi *off-shore*, alla dimensione internazionale del riciclaggio, all'utilizzo di tecniche finanziarie spregiudicate - i cui sospetti si sono manifestati anche recentemente - per truccare i bilanci di paesi membri dell'Unione Europea. Sul piano nazionale, penso alla desolazione di quanto va sempre più emergendo nel nostro Paese, con sistemi di corruzione innovativi rispetto al tradizionale contesto di inefficienza in cui la corruzione si alimenta (lubrificante per superare il *non fare* e il *non permettere* di fare). Sono sistemi che sembrano essersi trasformati in corollario di una malintesa efficienza, caratterizzata dal *fare* in deroga alle regole e ai controlli, soprattutto nei casi di emergenza (vera o presunta).

Insomma, l'enciclica propone un metodo fondamentale: il rifiuto della logica settoriale, della contrapposizione tra economia, politica e finanza; tra pubblico, privato e sociale. La crisi che stiamo vivendo - al di là delle cause remote e prossime, ampiamente ricordate - è soprattutto una crisi ideologica e culturale. Occorre dunque contrapporre un denominatore comune, una risposta globale, una visione positiva, il superamento di una serie infinita di contrapposizioni, fino a quella tra carità

e verità. È quanto propone l'enciclica coniugando la carità (come azione) e la verità (come relazione) non in rapporto di gerarchia, ma nella sinergia che nasce dalla loro inscindibilità e illumina l'intera esperienza umana.

A mio avviso è importante raccogliere, interpretare e applicare questo messaggio anche in una prospettiva laica. E credo di poterlo fare attraverso una parola-chiave, nell'enciclica come nella nostra esperienza giuridica costituzionale: la dignità umana, nel suo duplice e convergente significato universale (la dignità dell'uomo in quanto tale) e particolare (la dignità di ogni persona, nel rapporto con gli altri e nella parità). Al concetto della dignità nella dottrina sociale della Chiesa - come descritto dall'enciclica - mi sembra di poter affiancare il cammino della dignità umana: sia nell'ordinamento giuridico internazionale, soprattutto dopo le catastrofi della seconda guerra mondiale e della *shoah*; sia negli ordinamenti costituzionali nazionali.

La dignità si è affermata in entrambi i tipi di ordinamenti in modo esplicito: come premessa e sintesi dei diritti fondamentali derivanti dalla condizione umana e come loro contenuto concreto. Penso alle proclamazioni sovranazionali, dalla Dichiarazione universale del 1948 e dalla Convenzione europea del 1950 alla Carta di Nizza dell'Unione Europea del 2000; penso alle Costituzioni nazionali, nelle quali la dignità emerge come valore fondante e denominatore comune di tutti i diritti fondamentali (nella Costituzione tedesca del 1949), ovvero come momento di specificazione di quei diritti (nella Costituzione italiana del 1948, dopo l'affermazione preliminare della pari dignità sociale). Quella italiana è una Costituzione profondamente radicata sulla pari dignità sociale; sulla centralità della persona umana; sul valore universale e al tempo stesso concreto della dignità e dei diritti fondamentali; sulla solidarietà e sulla sussidiarietà, entrambe esplicitamente citate come strumenti essenziali per riconoscere in concreto la dignità.

*

2. In questa prospettiva - senza nulla sottrarre al valore delle riflessioni di Amato sulla informazione *price-sensitive*, sulla sua disciplina e sulla sua importanza, sulle modalità e sugli effetti dannosi della sua manipolazione per il mercato mobiliare - mi sembrano particolarmente utili e significative la premessa e la conclusione del lavoro.

La premessa, sviluppata nel primo capitolo, richiama i principi costituzionali in tema di investimento e risparmio, soprattutto alla luce della sinergia fra gli articoli 41 e 47 della Costituzione, dedicati rispettivamente all'impresa ed al credito/risparmio.

Il richiamo ai due articoli è opportunamente preceduto da quello al contesto costituzionale più generale.

Quest'ultimo è rappresentato dall'art. 2, quanto al principio personalistico ed ai riflessi che ne derivano in tema di solidarietà economica e sociale (nel caso nostro, la tutela dei piccoli

investitori, in quanto soggetti deboli). È rappresentato dall'art. 3, quanto al compito della Repubblica di rimuovere gli ostacoli di ordine anche economico che limitano di fatto la libertà ed eguaglianza dei cittadini, lo sviluppo della personalità e la partecipazione all'organizzazione economica (nel caso nostro, l'accesso al mercato).

Nel contesto costituzionale rientra anche il richiamo agli articoli 11 e 117 della Costituzione: il primo, con il suo riferimento implicito all'ordinamento dell'Unione europea e quindi al mercato e alla concorrenza, che costituiscono una componente essenziale di esso; il secondo, con il suo riferimento esplicito alla tutela del risparmio, dei mercati finanziari, della concorrenza: una tutela che è affidata in via esclusiva allo Stato, nel riparto di competenze legislative fra quest'ultimo e le regioni.

Questo quadro è definito di economia sociale di mercato, perché i principi regolatori del mercato sono condizionati dai valori sociali, alla luce delle limitazioni poste dall'art. 41 Cost. per la libertà dell'iniziativa economica e dell'impresa, nella quale si deve ricondurre anche l'allocazione del risparmio; nonché alla luce della disciplina del credito e della tutela ed incoraggiamento del risparmio, delineati dall'art. 47 Cost.

Nel contesto costituzionale la necessità di efficienza e di trasparenza dei mercati (e di quelli finanziari in specie) è legata alla loro globalizzazione ed integrazione; all'espansione del ruolo degli investimenti ed alla capacità dei mercati di attrarli; allo sviluppo e ai cambiamenti dei mercati mobiliari e dei prodotti finanziari. L'efficienza e la trasparenza sono condizionate dalla parità nella informazione, che è essenziale per la libertà nella scelta di chi si accosta al mercato, spesso ed inevitabilmente senza la consapevolezza e la preparazione degli investitori professionali.

È evidente la connessione tra l'efficienza e trasparenza dei mercati, la disciplina del credito, la tutela del risparmio, soprattutto in relazione al duplice rilievo di quest'ultimo. Da un lato il risparmio è correlato al credito (raccolta di risparmio ed esercizio del credito) in un'ottica tradizionale; da un altro lato esso è sviluppato nell'investimento finanziario, in un'ottica più recente e ormai diffusa e fondamentale. Ciò rende ragione della differenza di tutela fra mercato e credito/risparmio.

Per il mercato la tutela - affidata alla CONSOB - è mirata all'efficienza e trasparenza soprattutto attraverso l'informazione in tutte le sue diverse articolazione e funzioni: quelle di competenza degli emittenti e degli intermediari; quelle destinata agli investitori professionali e non professionali ed al pubblico. Per il credito/risparmio, nell'ottica tradizionale, la tutela - affidata alla Banca d'Italia - è mirata alla stabilità.

Infine, nel capitolo che conclude la trattazione - di fronte agli eccessi ed alla patologia dei mercati finanziari, nonché alla crisi globale che ne è derivata - si sottolinea molto opportunamente

la necessità di una maggior attenzione alle regole etiche, accanto a quelle giuridiche per la regolazione di quei mercati.

In essi la redistribuzione delle risorse finanziarie è strettamente legata alla parità nella informazione e quindi alla chiarezza, verità, buona fede e trasparenza, in un contesto in cui le transazioni avvengono usualmente “al buio”, cioè in termini di automatismo e senza contatto diretto tra le parti contraenti. Da ciò l'importanza fondamentale delle regole che presidiano la parità nella informazione e l'opportunità di un loro presidio etico prima che giuridico: un presidio che si lega alla c.d. cultura della reputazione e della vergogna, tanto presente nel contesto soprattutto anglosassone, quanto assente - o appena agli albori - nel contesto nazionale.

In quest'ultimo contesto si comincia soltanto da poco tempo ad apprezzare l'importanza dei codici aziendali e di autodisciplina. Essi iniziano ad affermarsi - soprattutto a proposito del contrasto alla corruzione - nelle imprese e nei gruppi che operano in sede internazionale, alla luce delle pressanti indicazioni provenienti dalla comunità internazionale e da quella europea.

Nel contesto nazionale invece - osserva l'A. - v'è ancora la tendenza a considerare il richiamo e/o la censura della propria comunità di appartenenza come una non sanzione. V'è la tendenza a considerare la *moral suasion* uno strumento di deterrenza e un preavviso di sanzione. V'è la tendenza a raddoppiare le regole giuridiche e relative sanzioni, invece di ricorrere anche e preventivamente alle norme etiche e di autodisciplina, alle *best practices*; è illuminante l'esempio del *market abuse*, sanzionato contemporaneamente sia come delitto che come illecito amministrativo.

Sarebbe quanto mai opportuno, a questo proposito, il salto di qualità dalle regole giuridiche a quelle etiche, che l'A. auspica giustamente a conclusione della sua trattazione.

*

3. Le riflessioni dell'A. trovano conferma nel richiamo alle caratteristiche attuali del c.d. diritto penale dei mercati finanziari: terzo settore portante (e oggi fondamentale) del diritto penale dell'economia, accanto a quelli tradizionali del diritto penale societario e di quello fallimentare.

Nato da una costola del diritto penale societario, quello dei mercati finanziari ha oscillato storicamente tra gli opposti poli della penalizzazione diffusa, imperante al principio degli anni '90, e dell'ampia depenalizzazione: istanza, quest'ultima, della quale si è fatto portavoce il testo unico della finanza del 1998 ⁽¹⁾.

Il settore in questione è rimasto ad ogni modo immune dal fenomeno della depenalizzazione occulta, di tipo “disnomico”, che impronta il diritto penale societario; una depenalizzazione della quale è emblematica la vicenda della norma sul falso in bilancio, svuotata di efficacia dall'interno.

⁽¹⁾ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

Quel settore è, anzi, un'area nella quale – così come in quella finitima del diritto penale bancario – il legislatore ha inteso mostrare di più i muscoli, di recente. Non solo tramite drastici irrigidimenti dell'apparato punitivo, come l'indiscriminato raddoppio delle sanzioni previste dal testo unico della finanza, sancito dalla legge sulla tutela del risparmio ⁽²⁾; ma anche attraverso la creazione, in rapporto alle società quotate, di una serie di illeciti penali – in tema di *corporate governance*, informazione al pubblico e alle autorità e revisione contabile – ispirati ad una visione pubblicistica o comunque sovraindividuale dei valori in gioco.

Resta però, per un verso, il limite di sempre, legato al carattere prettamente simbolico della larga maggioranza delle incriminazioni di settore. E così, se pure l'accennato irrobustimento dei presidi sanzionatori ha ulteriormente innalzato lo scalino repressivo tra società quotate e non, il fenomeno è rimasto tuttavia circoscritto ai soli illeciti satellitari: giacché – quanto alla nervatura centrale del sistema – anche le società quotate continuano a fruire della *levitas* e dei meccanismi frenanti che connotano le fattispecie generali del codice civile (con il falso in bilancio in testa).

Per un altro verso, poi, proprio l'energia delle attuali risposte punitive accentua le preoccupazioni legate alla identificazione della dimensione offensiva degli illeciti di settore. Quella dimensione, sovente, non può che essere collegata a sfuggevoli “beni-funzione” a carattere macroeconomico come, segnatamente, la correttezza, l'affidabilità e l'efficienza dei mercati finanziari. In questa prospettiva, la carica lesiva della condotta incriminata tende inevitabilmente a sbiadire, poiché il disvalore del fatto si proietta sulle sue conseguenze mediate, riguardate in una dimensione seriale.

Simili preoccupazioni vengono d'altronde amplificate dal *deficit* di determinatezza – peraltro difficilmente emendabile – che contrassegna talune fattispecie-chiave. Basti solo pensare al requisito dell'idoneità ad influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari, richiesto ai fini della configurabilità dei delitti di *insider trading* e di manipolazione del mercato, di cui il lavoro di Amato si occupa in termini interessanti ed esaustivi.

⁽²⁾ Art. 39 l. 262/2005.