

Studi sul diritto delle imprese

diretti da
Andrea Zoppini

MONOGRAFIE

05

Direttore

ANDREA ZOPPINI

Università degli Studi Roma Tre

Comitato scientifico

VINCENZO ZENO-ZENCOVICH

Università degli Studi Roma Tre

LUIGI NONNE

Università degli Studi di Sassari

GIORGIO RESTA

Università degli Studi Roma Tre

Studi sul diritto delle imprese

diretti da

Andrea Zoppini

MONOGRAFIE

La collana Studi sul diritto delle imprese intende promuovere un rinnovato spazio per la riflessione giuridica, animato da contributi monografici volti a indagare le più rilevanti problematiche poste all'operatore del diritto, pratico e teorico, dalle attuali esigenze di regolazione dei rapporti produttivi e di consumo, e dalle più moderne forme di organizzazione dell'attività imprenditoriale.

Il diritto dello sviluppo economico si confronta oggi, tra l'altro, con gli sconvolgimenti imposti dalle rapidissime evoluzioni del capitalismo tecnologico, e con la sua evidente dimensione sovra-nazionale. Ciò solleva rinnovate questioni nell'analisi dei processi di mercato, e delle loro implicazioni, non necessariamente di rilievo patrimoniale, nei rapporti tra i consociati, e poi tra questi e le autorità "pubbliche", diversamente dislocate nell'arena internazionale.

La dottrina giuridica è quindi chiamata a rivisitare tradizionali categorie concettuali, come quelle poste alla base della distinzione tra diritto pubblico e privato, così come la rigida settorializzazione tra le aree civilistica e commercialistica, in una rinnovata prospettiva d'indagine aperta alla comparazione e ai contributi provenienti da altre scienze sociali.

Classificazione Decimale Dewey:

346.03 (23.) DIRITTO PRIVATO. ILLECITI

VINCENZO MUNGARI

IL DANNO ALL'INTEGRITÀ DEL MERCATO





ISBN
979-12-218-1591-7

PRIMA EDIZIONE
ROMA 2 DICEMBRE 2024

INDICE

11 *Introduzione*

17 Capitolo 1

Il principio di integrità del mercato

1.1. Premessa, 17 – 1.2. Le origini comunitarie del sintagma. L’“integrità del mercato” nella Direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento..., 19 – 1.3. ...*(segue)* e nella Direttiva 2003/6/CE relativa agli abusi di mercato, 24 – 1.4. Verso una prima definizione del concetto di integrità del mercato. Impostazione del piano di indagine, 30 – 1.5. Il mercato finanziario e le principali costruzioni teoriche sottese ai ragionamenti intorno al rapporto tra informazione e mercato, 33 – 1.5.1. *La teoria dei mercati efficienti* (“Efficient Capital Markets Hypotesis”) e *il concetto di efficienza informativa*, 36 – 1.5.2. *Il problema dell’asimmetria informativa nei mercati finanziari e il modello di Akerlof*, 48 – 1.6. L’informazione rivolta al mercato finanziario. La “*disclosure philosophy*”, 52 – 1.6.1. *L’alternativa tra sistemi di informazione volontaria* (voluntary disclosure) e *sistemi di informazione obbligatoria* (mandatory disclosure), 53 – 1.6.2. *La disciplina dell’informazione al mercato. Gli obblighi informativi degli emittenti: dal prospetto informativo all’“informazione societaria”*, 68 – 1.6.2.1. *L’informazione dovuta in occasione di offerte al pubblico. Il prospetto informativo*, 71 – 1.6.2.2. *(segue:)* *Il prospetto informativo e l’interesse sotteso agli obblighi informativi nei confronti del mercato primario*, 76 – 1.6.2.3. *L’informazione periodica e l’informazione straordinaria (o episodica). La necessaria distinzione tra informazioni al mercato primario e informazioni al mercato secondario dei titoli*, 80 – 1.6.2.4. *L’informazione continua e la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate*, 86 – 1.7. La disciplina degli abusi di mercato: dalla *Market Abuse*

Directive alla Market Abuse Regulation. La tutela dell'integrità del mercato nel Testo Unico Finanziario, 95 – 1.7.1. *L'abuso di informazioni privilegiate. Tentativo di individuazione del reale interesse sotteso al divieto di insider trading,* 97 – 1.7.2. *Il divieto di manipolazione del mercato,* 105 – 1.8. Il principio di integrità del mercato tra disciplina dell'informazione finanziaria e la normativa in materia di abusi di mercato, 111 – 1.9. L'integrità del mercato quale principio generale del diritto dei mercati finanziari. Prime conclusioni, 115

119 Capitolo II

La lesione dell'integrità del mercato nel quadro della teoria dell'illecito civile

2.1. L'integrità dei mercati finanziari quale interesse (collettivo) meritevole di tutela giuridica. Meccanismi di tutela, 119 – 2.2. Il private enforcement del diritto dei mercati finanziari. Insufficienza dei presidi di natura pubblicistica e complementarità tra sistemi di enforcement in ottica regolatoria, 124 – 2.2.1. *Il precedente del c.d. danno antitrust. La Direttiva 2014/104/UE e il private enforcement delle norme preposte alla tutela della struttura concorrenziale del mercato,* 131 – 2.3. Uno strumento di tutela "ibrido": la costituzione di parte civile della Consob e la domanda «riparazione del danno all'integrità del mercato» di cui all'art. 187-undecies t.u.f., 134 – 2.4. La responsabilità civile per danni derivanti dalla lesione dell'integrità del mercato. La lesione dell'integrità del mercato costituisce l'effetto di condotte (direttamente o indirettamente) informative, 143 – 2.5. La responsabilità civile da informazione inesatta nell'ordinamento italiano. Dal "consiglio amichevole" alle informazioni economiche rese al mercato, 148 – 2.5.1. *Il danno da informazione inesatta nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito». I diversi fondamenti teorici su cui far poggiare la responsabilità dell'informatore. Le teorie «contrattualistiche». Inapplicabilità delle teorie «contrattualistiche» alle fattispecie di danno all'integrità del mercato,* 163 – 2.5.2. *La necessaria distinzione tra mercato primario e mercato secondario. Ai rapporti informativi instaurati sul mercato secondario risulta più confacente il paradigma aquiliano,* 176 – 2.6. La riconduzione del danno da informazione al mercato al paradigma aquilano. Il problema della risarcibilità dei c.d. danni "meramente" patrimoniali. La figura del "diritto all'integrità patrimoniale" e l'evoluzione dell'interpretazione dell'art. 2043 c.c., 181 – 2.6.1. *Le critiche opposte alla*

teoria del “danno all’integrità patrimoniale” e l’ingiustizia del danno alla luce della sentenza Cass., Sez. Un., 22 luglio 1999, n. 500, 192 – 2.7. Le diverse possibili declinazioni dell’ingiustizia del danno: tre alternative in chiave ricostruttiva in grado di dimostrare l’ingiustizia del danno all’integrità del mercato, 197 – 2.7.1. L’“integrità del mercato” quale interesse giuridicamente rilevante facente capo ai singoli investitori, 199 – 2.7.2. L’alternativa offerta dal modello delle « norme di protezione ». Le norme a tutela del processo di formazione dei prezzi costituiscono Schutzgesetze in grado di giustificare pretese risarcitorie individuali, 209 – 2.7.3. L’ingiustizia del danno quale clausola “canalizzatrice” dell’efficacia (diretta o mediata) del diritto eurounitario, 220 – 2.8. Osservazioni conclusive sull’ingiustizia del danno all’integrità del mercato, 225

227 Capitolo III

Il danno all’integrità del mercato, nesso di causalità e criteri di quantificazione del danno risarcibile

3.1. Il danno da lesione dell’integrità del mercato, 227 – 3.2. Ancora sugli interessi giuridicamente tutelati. L’alternativa fra la tutela del consenso dell’investitore (c.d. *Dispositionsfreiheit*) e la tutela dell’affidamento nella correttezza del prezzo di mercato (c.d. *Preisintegrität*), 229 – 3.3. L’individuazione dei danni risarcibili e dei rimedi privatistici a disposizione dell’investitore. L’alternativa tra “*préjudice de decision*” e “*préjudice de condition*”, 232 – 3.4. La disciplina del nesso di causalità intercorrente tra la condotta lesiva dell’integrità del mercato e pregiudizio patrimoniale subito investitori, 245 – 3.5. (segue) L’evoluzione del nesso di causalità nelle *securities litigations* statunitensi e il rilievo decisivo della “*Fraud-on-the-market-theory*”, 249 – 3.6. (segue:) La disciplina del nesso di causalità nelle ipotesi di danno all’integrità del mercato. La presunzione del nesso causale e il superamento dei risultati raggiunti dal sistema statunitense. Analisi delle soluzioni prospettate dalla Corte di Cassazione del caso Tessival e dalla giurisprudenza successiva, 260 – 3.7. La quantificazione del danno all’integrità del mercato. L’alternativa tra le opzioni “*front end*” e “*back end*”, 270 – 3.8. La responsabilità civile per il danno all’integrità del mercato. Considerazioni conclusive, 277

283 Bibliografia

INTRODUZIONE

Il presente lavoro è animato dal fine di verificare se sia possibile definire, nel quadro dell'odierno sistema normativo, i contorni di un'azione risarcitoria per danni conseguenti a condotte lesive dell'integrità del mercato finanziario. Con tale espressione si farà riferimento, in particolare, all'insieme dei comportamenti dei partecipanti al mercato accomunati dall'essere cagione di un'illecita alterazione del processo di formazione del prezzo degli strumenti finanziari e, tramite essa, di una lesione della sfera patrimoniale dei singoli soggetti partecipanti al mercato.

“Lesive dell'integrità del mercato” sono dunque, in tal senso, le condotte integranti abuso di mercato (*i.e.* manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate), la diffusione al pubblico di notizie false, inesatte o incomplete e la mancata divulgazione di informazioni dovute. In ciascuno di tali casi, l'autore dell'illecito, venendo meno agli obblighi ad esso imposti, inquina il patrimonio informativo su cui si fonda il normale gioco della domanda e dell'offerta sul mercato finanziario, così potenzialmente attentando, “di riflesso”, gli interessi economici dei singoli investitori.

Saranno oggetto di esame gli effetti delle condotte lesive dell'integrità del mercato per i singoli investitori, al fine di verificare in che termini questi ne possano essere direttamente pregiudicati e se, in tali casi, i rimedi civilistici a loro disposizione possano considerarsi adeguati, o meno.

Merita di essere sottolineata fin d'ora la peculiarità della tipologia di danno in discorso, che si connota per il fatto di costituire l'effetto di comportamenti che, alterando il funzionamento dei meccanismi di formazione del prezzo di mercato di uno strumento finanziario, incidono solo in via *indiretta* sulla sfera patrimoniale degli investitori che di tali strumenti sono — o erano, prima di disfarsene — titolari. Si tratta, in altri termini, di danni prodotti per il tramite di una (illecita) alterazione del processo di formazione del prezzo di mercato (*Preisbildungsmechanism*): di “danni tramite mercato”.

Al fine di meglio individuare i contorni della fattispecie dannosa in discorso possono immaginarsi due esempi.

In un primo scenario, per effetto della manovra manipolativa realizzata dalla Società Alfa sui titoli emessi dalla Società Beta, il prezzo di questi ultimi viene *ridotto* del 20% per un arco temporale di quarantotto ore. Nel corso di tale periodo, Tizio, vedendo ridursi il valore dei propri titoli e temendo una ulteriore svalutazione, cede sul mercato secondario il proprio pacchetto azionario. Una volta avvenuto il “disvelamento” della situazione reale (scoperta, quindi, la violazione), il prezzo dei titoli torna al livello originario, ma Tizio ha ormai ceduto il proprio pacchetto per un valore nettamente inferiore a quello che avrebbe realizzato ove avesse venduto in presenza di ordinarie condizioni di mercato, non influenzate dall'effetto perturbativo. Privo della possibilità di agire in via contrattuale nei confronti della controparte negoziale — la quale ha anch'essa incolpevolmente riposto il proprio affidamento sulla “correttezza” del prezzo di mercato —, a Tizio non rimane, quindi, che far valere la propria pretesa risarcitoria nei confronti della Società Alfa (soggetto “estraneo” all'operazione conclusa da Tizio sul mercato secondario) e agisce per il risarcimento del danno in via extracontrattuale (sebbene, come si avrà modo di rilevare, non si tratti dell'unica opzione astrattamente percorribile).

In un secondo scenario, la manovra manipolativa della Società Alfa sui titoli della Società Beta ha per effetto un *apprezzamento* del 20% del loro valore di mercato. Durante il periodo in cui il prezzo del titolo è fraudolentemente “gonfiato”, Tizio acquista sul mercato secondario un pacchetto di titoli. A seguito del “disvelamento” della situazione reale, il prezzo del titolo torna al suo livello “normale” e Tizio subisce

una perdita economica di valore corrispondente al disallineamento tra il prezzo effettivamente praticato e quello che si sarebbe formato in condizioni ordinarie. Anche in questo caso Tizio non dispone di un rimedio contrattuale da far valere nei confronti dell'alienante, poiché entrambi hanno riposto il proprio affidamento sulla "correttezza" del prezzo di mercato. Il principale rimedio attraverso cui l'acquirente dei titoli può far valere la propria pretesa risarcitoria verso la Società Alfa per il danno arrecatogli "tramite il mercato" sembra ancora essere quello della responsabilità extracontrattuale.

In entrambe le ipotesi menzionate, sebbene l'illiceità della condotta manipolativa risulti indiscutibile sotto un profilo pubblicistico — in quanto contraria al disposto degli artt. 185 e 187-ter TUF, che vi connettono sanzioni di natura penale e amministrativa —, altrettanto certa non appare la fondatezza di una pretesa risarcitoria in capo ai singoli investitori colpiti dall'abuso di mercato nei confronti del manipolatore. Ciò che si deve, in particolare, ad (almeno) due ordini di motivi, afferenti alla tradizionale struttura dell'illecito aquiliano: l'ingiustizia del danno e il nesso di causalità.

Come è noto, ai fini della configurabilità di un diritto al risarcimento aquiliano in capo al soggetto danneggiato occorre che questi sia titolare di un interesse *individuale* meritevole di tutela, la cui lesione renda "ingiusto" il danno da questi subito. Ciò rende necessario verificare, dunque, se possa individuarsi un interesse dell'investitore — riconosciuto dall'ordinamento — ad operare in un mercato finanziario all'interno del quale il prezzo dei titoli sia formato in modo "corretto": un interesse, in altri termini, a poter negoziare facendo affidamento sulla "correttezza" (del processo di formazione) del prezzo di mercato. Solo in presenza di tali condizioni, invero, il pregiudizio economico subito dal singolo investitore, non potendo essere ricondotto alla categoria dei "danni meramente patrimoniali", potrà considerarsi risarcibile.

Per quanto attiene, invece, il nesso causale, il danno subito dall'investitore non sembra costituire — quantomeno alla stregua dei canoni propri del diritto comune — una "conseguenza immediata e diretta" della condotta manipolativa, il cui primario effetto consiste nell'alterazione del corso del prezzo dei titoli. Il danno patito dall'investitore, infatti,

non risulta cagionato da comportamenti che incidono direttamente sulla sua sfera giuridica, ma dalla sua *partecipazione* alle negoziazioni in un momento in cui l'andamento del mercato risulta falsato da un'altrui condotta (dis)informativa. L'"interposizione del mercato"⁽¹⁾ che tipicamente caratterizza i rapporti negoziali instaurati sui mercati finanziari sembra dunque escludere — quantomeno ad un primo sguardo — la possibilità di riscontrare un nesso causale diretto tra la condotta manipolativa e il pregiudizio del quale si invoca una tutela risarcitoria, e ciò spinge a chiedersi se, date tali premesse, si renda opportuna la ricerca, nel sistema delle norme di settore, di regole speciali volte ad assicurare effettiva tutela alla sfera giuridica dei singoli investitori, sollevandoli dal peso di oneri probatori eccessivamente gravosi.

Date tali generali premesse, il primo capitolo dello studio si soffermerà sulla definizione del concetto di "integrità del mercato" al fine di verificare se, alla luce della legislazione speciale in materia di informazioni finanziarie e di abusi di mercato, sia possibile elevarlo a principio generale dei mercati finanziari.

L'indagine muove dall'analisi delle origini comunitarie del sintagma e, dopo averne fornito una prima definizione, si sofferma sulle principali costruzioni teoriche sottese ai ragionamenti intorno al rapporto tra informazione e mercato. Particolare rilievo, in tale contesto, riveste la teoria dei mercati efficienti (c.d. *Efficient Capital Market Hypothesis*), di origine statunitense, che costituisce il vero e proprio architrave teorico della legislazione vigente in materia di informazione rivolta al mercato finanziario. Oggetto di specifico esame saranno, quindi, le disposizioni in materia di informazione al mercato finanziario e di abusi di mercato. Giunta a termine l'esegesi delle norme oggi in vigore, sarà indicato in che termini si ritiene possibile discorrere dell'"integrità del mercato" quale principio generale dei mercati finanziari.

(1) Di "interposizione del mercato", operante alla stregua di un « *unpaid agent of the investor* », si discorre espressamente nella nota decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti all'esito del caso *Basic inc. et al. v. Levinson et al.*, 485, U.S. 224 (1998), ove è per la prima volta riconosciuto un (*implied*) *right of action* in capo all'investitore danneggiato da una fraudolenta alterazione del prezzo di mercato dei titoli. Ciò che di tale arresto più è significativo è il riconoscimento in capo al singolo investitore del « diritto a riporre il proprio affidamento nell'"integrità" del prezzo di mercato dei titoli da questi acquistati o venduti ». Cfr. J.R. MACEY – G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in 42 *Stanford Law Review*, 1990, p. 1059 ss., spec. p. 1060.

Nel corso del secondo capitolo sarà quindi affrontata la questione, avente un ruolo centrale nell'economia della presente trattazione, relativa all'ingiustizia del danno cagionato ai singoli investitori dalle condotte lesive dell'integrità del mercato.

Una volta individuate le ragioni che spingono a ritenere opportuna l'introduzione di un sistema di *private enforcement* volto a funzionalizzare la tutela della sfera giuridica dei singoli investitori al fine generale dell'integrità dei mercati finanziari, l'analisi sarà focalizzata sull'inquadramento della responsabilità civile per danni derivanti da lesione all'integrità del mercato.

Poiché si rientra, come emerge da un'analisi delle concrete modalità di produzione del danno, all'interno dell'ampio tema della responsabilità civile per danni da informazione inesatta o incompleta, occorrerà individuare i criteri normativi in grado di qualificare in termini di "ingiustizia" la perdita economica subita dagli investitori nelle ipotesi di lesione dell'integrità dei mercati finanziari.

Il terzo capitolo è dedicato alla perimetrazione del "danno all'integrità del mercato" e all'approfondimento — effettuato anche mediante la l'analisi comparatistica dei risultati raggiunti dal sistema giuridico statunitense — delle problematiche relative al nesso di causalità tra le condotte lesive dell'integrità del mercato e i danni subiti dai singoli investitori. Oggetto di indagine saranno, infine, le diverse metodologie utilizzabili ai fini della quantificazione del danno all'integrità del mercato.

CAPITOLO I

IL PRINCIPIO DI INTEGRITÀ DEL MERCATO

SOMMARIO: 1.1. Premessa, 17 – 1.2. Le origini comunitarie del sintagma. L'“integrità del mercato” nella Direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento..., 19 – 1.3. (segue:) ...e nella Direttiva 2003/6/CE relativa agli abusi di mercato, 24 – 1.4. Verso una prima definizione del concetto di integrità del mercato. Impostazione del piano di indagine, 30 – 1.5. Il mercato finanziario e le principali costruzioni teoriche sottese ai ragionamenti intorno al rapporto tra informazione e mercato, 33 – 1.5.1. La teoria dei mercati efficienti (“*Efficient Capital Markets Hypothesis*”) e il concetto di efficienza informativa, 36 – 1.5.2. Il problema dell'asimmetria informativa nei mercati finanziari e il modello di Akerlof, 48 – 1.6. L'informazione rivolta al mercato finanziario. La “*disclosure philosophy*”, 52 – 1.6.1. L'alternativa tra sistemi di informazione volontaria (*voluntary disclosure*) e sistemi di informazione obbligatoria (*mandatory disclosure*), 53 – 1.6.2. La disciplina dell'informazione al mercato. Gli obblighi informativi degli emittenti: dal prospetto informativo all'“informazione societaria”, 68 – 1.6.2.1. L'informazione dovuta in occasione di offerte al pubblico. Il prospetto informativo, 71 – 1.6.2.2. (segue:) Il prospetto informativo e l'interesse sotteso agli obblighi informativi nei confronti del mercato primario, 76 – 1.6.2.3. L'informazione periodica e l'informazione straordinaria (o episodica). La necessaria distinzione tra informazioni al mercato primario e informazioni al mercato secondario dei titoli, 80 – 1.6.2.4. L'informazione continua e la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate, 86 – 1.7. La disciplina degli abusi di mercato. Dalla *Market Abuse Directive (MAD)* alla *Market Abuse Regulation (MAR)* e la tutela dell'integrità del mercato nel Testo Unico Finanziario, 95 – 1.7.1. L'abuso di informazioni privilegiate. Tentativo di individuazione del reale interesse sotteso al divieto di *insider trading*, 97 – 1.7.2. Il divieto di manipolazione del mercato, 105 – 1.8. Il principio di integrità del mercato tra disciplina dell'informazione finanziaria e la normativa in materia di abusi di mercato, 111 – 1.9. L'integrità del mercato quale principio generale del diritto dei mercati finanziari. Prime conclusioni, 115

1.1. Premessa

Queste pagine intendono proporre un inquadramento sistematico del concetto di “integrità del mercato”, con il fine di vagliare l'ipotesi che si tratti di un principio generale del diritto dei mercati regolamentati⁽¹⁾.

A tale fine, naturalmente, occorrerà muovere dalla preliminare questione relativa significato stesso di “integrità del mercato”. Come si avrà

(1) Cfr. A. ZOPPINI, *Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio*, in *Ars Interpretandi*, 2021, p. 37 ss., spec. p. 51; ID., *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 26 ss.

modo di constatare, infatti, il legislatore — comunitario, prima, e nazionale, poi — ha più volte fatto ricorso a tale locuzione, senza tuttavia fornire una chiara definizione del concetto ad essa sotteso⁽²⁾. Si passeranno, quindi, in rassegna le principali norme di settore animate dalla finalità di salvaguardare tale interesse, allo scopo di individuarne in ultimo il reale perimetro.

Un volta compiutamente definito il concetto di “integrità del mercato”, sarà possibile rivolgere l'attenzione a tre fondamentali interrogativi: *a)* se tale concetto possa essere elevato a principio generale del diritto dei mercati regolamentati⁽³⁾; *b)* se sia possibile — qualora si ritenga

(2) Questo aspetto è particolarmente rimarcato da G. DIELE, *L'integrità del mercato. Profili civilistici e regolatori per un'agenda di ricerca*, tesi di dottorato inedita, Università degli Studi di Roma Tre, reperibile presso <https://arcadia.sba.uniroma3.it/bitstream/2307/5256/1/L%27integrit%C3%A0%20del%20mercato%20-%20Profili%20civilistici%20e%20regolatori%20p.pdf> (ultimo accesso 22/10/2024). Di “integrità del mercato”, con un'ampia varietà di accezioni, discutono, tra gli altri, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 1 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, in Aa.Vv., *I Servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, p. 95 ss., spec. p. 120, nt. 34; C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2007, p. 181 ss., spec. p. 233 descrive l'integrità del mercato quale “interesse solo diffuso e indifferenziato”, incapace di costituire il fondamento di pretese risarcitorie individuali; F. ANNUNZIATA, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Soc.*, 2014, 2, p. 169 ss., ne discorre quale «bene giuridico portante dell'intero sistema finanziario»; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 67 ss. attribuisce a tale sintagma il crisma di “principio di ordine pubblico economico” (in senso analogo A. ZOPPINI, *Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio*, cit., p. 51); A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, nota a Trib. Firenze, 19 aprile 2005 e Trib. Roma, sez. II, 25 maggio 2006, in *Corr. giur.*, 2005, 9, p. 1271 ss., riconosce nell'integrità del mercato un «interesse giuridicamente rilevante dei risparmiatori e degli investitori», in quanto tale rilevante sul piano interprivato. Cfr. anche V. CARIDI, *Danno da informazione e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, *passim*; V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività a giornalistica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, 2, p. 247, spec. p. 249. Si v. no, in proposito, anche le ampie considerazioni sistematiche di M.J. AITKEN - A. ASPRIS - S. FOLEY - F.H. DE B. HARRIS, *Market Fairness: The Poor Country Cousin of Market Efficiency*, in 147 *Journal of Business Ethics*, 2018, No. 1, p. 5 ss.

(3) Sul tema si v. ora, fin d'ora, i contributi raccolti in E. NAVARRETTA, (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, Milano, 2008. Si cfr., inoltre, A. ZOPPINI, *Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio*, in *Ars Interpretandi*, 2021, p. 37 ss.; V.F. CAFAGGI, *Il diritto dei contratti nei mercati regolati: ripensare il rapporto tra parte generale e parte speciale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2008, p. 95 ss.; M. LIBERTINI, *Alla ricerca del “diritto privato generale” (appunti per una discussione)*, in A. PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali. Il problema dell'autonomia delle normative di settore*, Milano, 2008, p. 265 ss.

di poter rispondere in senso affermativo al primo interrogativo — desumere l'esistenza di un interesse giuridicamente tutelato facente capo ai singoli investitori; c) se, infine, la lesione di tale interesse possa costituire il valido fondamento di una pretesa risarcitoria in capo agli investitori che siano stati danneggiati da un'illecita alterazione del funzionamento del mercato finanziario.

Perché a tali questioni possa tentare di darsi risposta occorre, ad ogni modo, muovere da un esercizio di carattere definitorio.

1.2. Le origini comunitarie del sintagma. L'“integrità del mercato” nella Direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento...

Il concetto di integrità del mercato appare per la prima volta citato nel disposto dell'art. 11 della Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (“ISD”)⁽⁴⁾.

La Direttiva, al tempo adottata con il fine di attuare, mediante l'introduzione di un “passaporto europeo”, il principio del mutuo riconoscimento dei servizi di investimento tra gli Stati membri, introduce alcune regole di comportamento orientate alla disciplina dell'assetto contrattuale dei rapporti tra intermediario finanziario e cliente⁽⁵⁾. In particolare, l'art. 11 impone ai legislatori nazionali di garantire che le imprese di investimento siano tenute « ad agire », nell'esercizio della propria attività, « in modo leale ed equo » e « con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei [propri] clienti

(4) La direttiva, oggi non più in vigore, è stata abrogata (e nella sostanza sostituita) dalla Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID). A sua volta, come si vedrà *infra*, quest'ultima è stata abrogata dalla Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID II), che contiene la disciplina attualmente vigente in materia di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

(5) F. ANNUNZIATA, *I servizi di investimento nella CEE: le Direttive nn. 93/22 CEE e 93/6 CEE. Il commento*, in *Corr. Giur.*, 1994, 4, p. 405 denunciava una certa “timidezza” nell'approccio della direttiva rispetto al tema dell'armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari. Si v. anche ID., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993. Cfr. G. DI MARCO, *Completamento del mercato interno finanziario*, in *Soc.*, 1993, 7, p. 994 ss..

e dell'*integrità del mercato* »⁽⁶⁾. Si tratta, quindi, di una norma volta ad armonizzare i doveri di comportamento degli intermediari operanti nel mercato unico, adeguandoli allo standard tipico degli ordinamenti europei al tempo più “avanzati” sotto il profilo della riflessione sulle regole di condotta, richiedendo espressamente un sacrificio dell'interesse dell'intermediario quand'esso risultasse in conflitto con quello del cliente o con quello, non meglio specificato, all'*“integrità del mercato”*⁽⁷⁾.

La parte finale dell'art. 11 richiede, inoltre, che le imprese di investimento siano obbligate « a conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio della [propria] attività per promuovere per quanto possibile gli interessi dei [propri] clienti e l'*integrità del mercato* ». A differenza di quella precedente, questa prescrizione non appare rivolta alla disciplina del *rapporto contrattuale* tra il prestatore di servizi e l'investitore, quanto all'organizzazione dell'*attività di impresa* dell'intermediario, la quale anch'essa — viene specificato — deve assicurare la salvaguardia dell'interesse del cliente e dell'*integrità del mercato*, nel suo complesso⁽⁸⁾.

Ad entrambe tali previsioni fa riferimento la Comunicazione della Commissione del 14 novembre 2000⁽⁹⁾ che, nel tentativo di porre rimedio al « notevole grado di incertezza » riscontrato in sede di recepimento, da parte degli Stati membri, delle previsioni relative agli obblighi imposti ai prestatori di servizi di investimento dall'art. 11 della Direttiva, fornisce un orientamento interpretativo riguardo a tale disposizione.

La Commissione, segnatamente, scandisce ulteriormente la distinzione tra “regole di condotta” e “regole prudenziali”, specificando che mentre le prime — che costituiscono il vero oggetto della Direttiva — devono considerarsi volte « a regolare il rapporto tra il prestatore di

(6) Tale precetto è stato in seguito recepito dal legislatore nazionale e trasposto nell'art. 21, primo comma, lett. a), TUF, che impone ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento di « comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati ».

(7) F. ANNUNZIATA, *I servizi di investimento nella CEE: le Direttive nn. 93/22 CEE e 93/6 CEE. Il commento*, cit. p. 410.

(8) Si v. F. ANNUNZIATA, *I servizi di investimento nella CEE: le Direttive nn. 93/22 CEE e 93/6 CEE. Il commento*, cit., p. 408, che distingue le regole imposte agli intermediari dagli artt. 10 e 11 della Direttiva 93/22/CEE in “regole di condotta”, tra cui rientrerebbero quelle indicate dai primi due trattini dell'art. 11, e “regole prudenziali”, a cui ricondurre i doveri imposti ai prestatori di servizi finanziari dall'art. 10 e dall'ultimo trattino dell'art. 11. Sulle regole di condotta si v. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*.

(9) Comunicazione della Commissione 14.11.2000, COM(2000) 722 final.