

KLAUS VOLK

LA SITUAZIONE NORMATIVA NELLA REPUBBLICA
FEDERALE TEDESCA.

I. La seconda legge per l'incremento del mercato finanziario.

In Germania ci sono novità. Il 26 luglio 1994 è stata emanata "la legge sul commercio in titoli e sulla modifica delle norme del diritto di borsa e dei titoli di credito (la seconda legge per l'incremento del mercato finanziario). Gran parte di questa legge è entrata in vigore il primo agosto 1994, il resto sarà valido a partire dal primo gennaio 1995.

1. Gli obiettivi della legge.

Lo scopo del legislatore era in primo luogo rendere più attrattivo il mercato finanziario tedesco e migliorare la sua competitività internazionale. Il legislatore intende:

- ampliare la tutela degli investitori
- assicurare la funzionalità delle borse valori per mezzo di norme giuridiche
- provvedere ad una collaborazione internazionale nella vigilanza sul commercio in titoli
- ampliare le possibilità di negoziazione delle società d'investimento
- abolire le restrizioni contenute nella legge di deposito ed in quella sulle società per azioni.

Il legislatore tedesco voleva inoltre adempiere alle direttive CEE sulla trasparenza del mercato ed integrarle nel proprio diritto.

2. Il sistema tecnico-legislativo.

Facciamoci prima un'idea generale sulle nuove norme create e su quelle che sono state modificate.

Al centro del nuovo regolamento (e del nostro interesse) sta la legge sul commercio in titoli. Con essa è stata creata una fattispecie penale sull'*insider trading* e si è istituito un ufficio federale di vigilanza per il commercio in titoli.

Sono state modificate, inoltre, la legge sulla borsa, la legge sulle società d'investimento, la legge sulle società per azioni e la legge sul deposito.

La mia relazione si orienterà alla struttura del sistema della legge per l'incremento del mercato finanziario, tuttavia con un'eccezione: tratterò la fattispecie contro l'*insider trading* alla fine. Ne parlerò più ampiamen-

te e criticamente rispetto, invece, alle altre modifiche di cui parlerò in via più sommaria.

Vediamo prima quali principi hanno guidato il legislatore nei suoi obiettivi di riforma.

3. I principi.

Cito ora una parte delle premesse sulla motivazione della legge.

“La capacità competitiva internazionale di un’economia nazionale, dipende in misura decisiva dalla funzionalità dei suoi mercati finanziari. Questi garantiscono la locazione efficiente di risorse e sono dunque un motore per la crescita ed i cambiamenti economici. Il fabbisogno finanziario in Germania sarà anche in futuro relativamente alto, viste le modifiche nella struttura economica delle nuove regioni; ma anche la crescita economica nelle vecchie regioni ha bisogno di una sufficiente formazione di capitale. Per questo si devono sfruttare come fonti di finanziamento, oltre al risparmio nazionale anche il capitale d’investimento straniero. Un mercato finanziario efficiente è rilevante anche per le sue capacità d’impiego. Il mercato dei servizi finanziari è un mercato del futuro con alti tassi d’incremento. La sua partecipazione alla formazione di capitale e alla popolazione lavorativa è in aumento.” (BT-Drucks. 12/6679, p.33).

Il compito dello Stato si limita in questo settore a creare le condizioni di base necessarie al mercato finanziario. Ci si aspetta dallo Stato che lasci, da una parte più libertà d’azione possibile e, garantisca dall’altra la tutela degli investitori. Le disposizioni nazionali sono parametri di competitività importanti per il mercato finanziario, se si considera la concorrenza internazionale.

a) *Provvedimenti atti a rafforzare la fiducia degli investitori.*

Il mercato finanziario dipende dalla fiducia dell’investitore. Tale rapporto di fiducia può essere corrotto dall’attività degli insider. L’*insider trading* deve essere quindi vietato e penalizzato. Inoltre la tutela degli investitori deve essere ampliata rendendo più velocemente accessibili le informazioni. L’investitore deve poter seguire l’esecuzione della sua commissione e la formazione dei prezzi. La trasparenza dell’attività economica ha un’importanza determinante. Ciò vuol dire anche poter conoscere chi sta dietro alle società quotate in borsa.

Il controllo del commercio in titoli in Germania, paragonato allo standard internazionale, è stato in passato alquanto misero. Si vuole ora

sviluppare una vigilanza più ampia; per questo è necessario estendere da un lato il controllo decentrato sulla borsa delle regioni e dall'altro collegarlo ad un ufficio di vigilanza federale che si occupi delle funzioni centrali. Ciò rappresenta un problema costituzionale, vista la struttura federale della Germania.

b) Il settore borsistico.

Il diritto tedesco sulla borsa deve tenere il passo con i nuovi sviluppi e divenire più dinamico. Il commercio in titoli ha raggiunto uno standard internazionale. I sistemi d'informazione elettronici ed i sistemi di commercio portano ad una concentrazione commerciale. Le piazze borsistiche ed i diversi sistemi di commercio devono garantire una competitività leale.

Il legislatore intende, inoltre, accrescere l'efficienza del risultato economico del mercato. Il mercato tedesco non era ancora completo. In ogni caso dopo la novella della legge sulla borsa del 1989, nella borsa valori a termine è stato, registrato un incremento non indifferente. Anche per la borsa merci a termine devono crearsi, ora, le premesse giuridiche.

c) Liberalizzazioni.

Il legislatore non vuole solo rafforzare le sue facoltà di controllo, ma anche abolire le disposizioni che limitano troppo la libertà d'azione. E' necessario liberare l'operatore economico, così nella motivazione della legge, (loc.cit., p. 34) "da vincoli non giustificati per permettergli, attraverso una politica produttiva orientata al consumatore, di aumentare l'attrattività del mercato finanziario." Nel diritto tedesco vengono introdotte, come abbiamo già detto, le due direttive CEE (88/627, 89/592), anche se con un po' di ritardo.

II. La nuova legge sul commercio in titoli.

La legge contiene una nuova fattispecie penale contro l'*insider trading* (di cui parleremo in seguito più esaurientemente). Essa costituisce, inoltre, il fondamento giuridico per la fondazione di un ufficio federale di vigilanza sul commercio in titoli. I compiti e le facoltà di tale ufficio sono regolate nella legge, nella quale si distinguono quattro punti cardinali:

- persecuzione e lotta preventiva all'*insider trading*;
- controllo della pubblicazione "*ad hoc*" delle imprese quotate in borsa;
- controllo della pubblicazione in transazioni con partecipazioni ri-

levanti alle imprese quotate in borsa;

-cooperazione internazionale nel controllo dell'attività borsistica.

Per il futuro sono previste ulteriori competenze. La Repubblica Federale Tedesca non ha ancora introdotto, infatti, la direttiva CEE 93/22 sulla prestazione di servizi nel settore del commercio in titoli, nella quale si trattano soprattutto le regole di condotta ("rules of conduct").

1. Per la lotta contro l'*insider trading*, accanto alla sanzione penale, si conferiranno all'ufficio federale di vigilanza ulteriori poteri. Ad esso spetta il controllo del commercio dentro e fuori la borsa di titoli insider (§ 16). Se ci sono indizi per la trasgressione del divieto di *insider trading*, può richiedere informazioni agli istituti di credito ed alle imprese sulle negoziazioni di titoli insider che sono state effettuate per proprio conto o in commissione. L'ufficio federale di vigilanza può, inoltre, esigere dagli istituti di credito l'identità del committente. Anche gli emittenti sono obbligati a fornire informazioni sui titoli insider ed inoltre anche tutti coloro che sono a conoscenza di fatti insider.

L'ufficio federale non deve dipendere, tuttavia, dalle informazioni provenienti dall'esterno o dalla segnalazione di transazioni sospette. Esso deve controllare le negoziazioni di propria iniziativa e stabilire quali potrebbero essere sospette. Nella legge è stato introdotto anche un ampio obbligo di denuncia (§ 9). Gli istituti di credito, come pure le imprese autorizzate al commercio in borsa, devono comunicare immediatamente all'ufficio federale di vigilanza tutte le transazioni avvenute di titoli o simili. La denuncia deve effettuarsi tramite computer e contenere i seguenti dati:

- specificazione del titolo di credito;
- data ed ora della transazione;
- quotazione, numero ed importo nominale del titolo;
- imprese oppure istituti di credito che hanno partecipato alla transazione;
- borsa valori o sistema elettronico in questione;
- contrassegno per l'identificazione della transazione;

2. Pubblicazione "ad hoc".

Lo sfruttamento di informazioni insider non si vuole combattere solo per mezzo del diritto penale, ma intervenire anticipatamente per prevenire i casi di *insider trading*. Per far ciò è necessario abolire la possibilità di anticipo sulle informazioni che caratterizza proprio le conoscenze dell'insider. Si devono, quindi, obbligare le imprese alla divulgazione di

tutte le attività nuove introdotte nel loro campo d'azione che possano influenzare notevolmente il prezzo di borsa dei titoli. (§51).

Tale obbligo di pubblicazione si riferisce a tutti i fatti che possono avere effetti sulla situazione finanziaria e patrimoniale oppure sul decorso generale dell'attività di una società. Esso non comprende i fatti che sono già stati presentati nell'ambito delle pubblicazioni dei bilanci di fine anno o dei rapporti sulla situazione economica o nelle relazioni intermedie periodiche (§ 44, legge sulla borsa).

E' difficile, tuttavia, stabilire che cosa debba comprendere la fattispecie di un resoconto "*ad hoc*". Sono stati citati ad esempio la disdetta di contratti brevetto particolarmente importanti, contratti di fornitura e vendita oppure la cessazione di interi settori di produzione (p.es. dopo infortuni) ed anche la stipulazione di nuovi contratti che possano creare vantaggi all'impresa ed hanno un'importanza rilevante per il suo sviluppo. D'altra parte però, l'anticipo sull'informazione è un elemento vitale dell'economia. L'impresa deve poter mantenere i vantaggi concorrenziali raggiunti con le proprie capacità. La nuova norma sulla pubblicazione "*ad hoc*" non deve, significare per l'impresa la rinuncia totale a tali vantaggi, perchè deve rivelarli alla concorrenza.

3. Tutela degli investitori e trasparenza.

L'opinione pubblica tedesca ha preteso sempre più la pubblicazione delle partecipazioni azionarie. Gli investitori devono poter farsi un'immagine precisa dei rapporti di partecipazione nelle società per azioni quotate in borsa; sono in grado, così, di decidere meglio. Naturalmente anche per le imprese è interessante sapere qual'è il proprietario che sta alle spalle di un'impresa. Per questo motivo è stata creata una norma sull'obbligo d'informazione delle persone soggette a denuncia (§21).

Chi raggiunge, supera o scende sotto il 5%, 10%, 25%, 50% o 75% dei diritti di voto di una società quotata in borsa, acquisiti tramite cessione, acquisto o in altro modo, e soggetto all'obbligo di denuncia. Deve comunicare immediatamente, al più tardi però entro sette giorni, all'impresa ed all'ufficio federale di vigilanza, quale limite è stato superato o è sceso al di sotto e a quanto ammonta la sua partecipazione al diritto di voto. In questo modo si vuole ottenere che si renda pubblico il volume dei titoli negoziabili liberamente e l'esistenza di grandi azionisti. Si spera, così, di poter ridurre gli anticipi sull'informazione, dei quali si potrebbe altrimenti abusare. Il legislatore tedesco è andato oltre le direttive CEE sulla trasparenza del mercato, in quanto l'obbligo di denuncia sussiste già con il 5%; resta indietro, tuttavia rispetto alla Gran Bretagna con il 3% ed all'Italia con il 2%.

4. *L'ufficio federale di vigilanza per il commercio in titoli.*

Un'istituzione che in Germania esiste già da tempo è l'ufficio di vigilanza per il settore creditizio che si occupa del funzionamento del sistema bancario. Sono ora emersi nuovi compiti centrali che riguardano il settore del commercio in titoli. Si tratta del controllo generale del mercato che non può restare soltanto competenza dei Lander. Per un controllo più efficiente del commercio in titoli è necessario un organo centralizzato. Altrimenti non sarebbe possibile una cooperazione internazionale ragionevole. Si è creato, quindi, il nuovo ufficio federale di vigilanza sul commercio in titoli come "marchio di qualità per il mercato finanziario tedesco", come simbolo del mondo finanziario internazionale. Esso controlla il divieto di *insider trading*, si occupa dell'osservanza degli obblighi di denuncia e adempie, inoltre, un controllo generale sul mercato finanziario. Esso è organo del ministero federale delle finanze. I costi per il mantenimento di tale ente sono a carico degli operatori sul mercato e degli emittenti di titoli quotati in borsa. Il 90% dei costi vengono rimborsati al Bund con un'imposta di ripartizione.

Passiamo ora in rassegna i numerosi emendamenti legislativi apportati dalla seconda legge per l'incremento del mercato finanziario, prima di ritornare alla legge sul commercio in titoli, per parlare poi della fattispecie penale contro l'*insider trading*.

III. Novella della legge sulla borsa valori.

Finora i Länder esercitavano il controllo di legittimità sulle borse valori. Tale controllo è stato esteso ad un controllo sull'attività commerciale. Si vuole quindi controllare anche la formazione corretta del prezzo e le liquidazioni dei contratti di borsa, non soltanto l'osservanza delle norme giuridiche esistenti. Su ogni piazza borsistica verrà collocato un ufficio di vigilanza per il controllo delle negoziazioni giornaliere.

Si creerà, inoltre, un *management* di borsa più professionale. Per questo ci si è orientati al modello organizzativo delle società per azioni.

E' stata rafforzata anche la posizione dell'investitore perchè possa scegliere liberamente il sistema di transazione per le operazioni in titoli.

E' cambiato il profilo professionale dell'agente di borsa che, per aumentare la liquidità del mercato, può effettuare molto più di prima negoziazioni per proprio conto e su richiesta di committenti. Agli agenti di borsa è stata conferita inoltre la facoltà di organizzarsi in associazioni.

Soprattutto l'economia agraria tedesca si è fatta valere per l'introduzione di una borsa merci a termine. La politica agraria della CEE rifiuta sempre più di assumersi la responsabilità sulla formazione dei prezzi. Il

problema dell'oscillazione dei prezzi dei prodotti agricoli può risolversi con i mezzi dell'economia di mercato, ovvero con l'istituzione di una borsa merci a termine.

IV. Novella della legge sulle società d'investimento.

I cambiamenti attuati in questa legge aprono alle società d'investimento nuove possibilità commerciali che gli permettono l'introduzione di nuove forme d'investimento ed un management più efficiente per gli affari a rischio. Per i fondi di investimento, per esempio, si potranno acquisire in futuro diritti di opzione su valuta e contratti finanziari a termine.

V. Novella della legge sulle società per azioni.

Le quotazioni di borsa delle azioni tedesche ammontano spesso ad importi tra i 500,— ed i 1000,— marchi. E' certo un valore nominale multiplo, tuttavia i valori nominali delle azioni tedesche sono troppo alti rispetto a quelli internazionali. Il valore nominale minimo è stato ridotto nella nuova legge da 50,— a 5,— marchi.

Gli istituti di credito che operano a livello internazionale mantengono azioni proprie nella dotazione commerciale. Per l'acquisto di azioni proprie tramite un istituto di credito non esistevano, finora, fondamenti giuridici sicuri, che sono stati creati ora dalla nuova legge.

VI. Novella della legge di deposito.

La pratica di depositare i titoli è ormai cambiata. Oggi domina il deposito collettivo di giro. Il deposito "a dossier" rappresenta ormai un'eccezione. Secondo la legge il rapporto regola-eccezione, finora, era stato inverso (il deposito collettivo rappresentava l'eccezione). L'emendamento tiene conto di tale abitudine cambiata. In futuro si potranno, inoltre, comunicare le garanzie dei clienti direttamente alla borsa. Prima erano le banche ad eseguire il servizio per conto del cliente ed a dover presentare le proprie garanzie alla borsa.

VII. La nuova fattispecie contro l'insider trading.

1. Il sistema del regolamento legislativo.

Il legislatore definisce nel § 12 i titoli insider e descrive nel § 13

l'ambiente insider. Nel § 14 è stabilito il divieto di attività insider a cui si riferisce la norma penale fissata nel § 38.

Dobbiamo analizzare queste norme più da vicino.

2. I titoli insider.

I titoli insider sono tutti i titoli di credito negoziabili all'interno di una borsa nazionale o inclusi nel mercato libero, oppure quei titoli ammessi al commercio su un mercato in un altro Stato membro della Comunità Europea. Non è certo ovvio che il mercato libero sia stato introdotto nell'ambito di tutela. Le contrattazioni fuori borsa, infatti, non sono regolate da uffici riconosciuti legalmente. La funzionalità della borsa, quindi, non viene direttamente danneggiata dall'*insider trading* nel mercato libero. Il divieto dell'attività insider riguarda anche la tutela degli investitori, senza distinguere se le trasgressioni contro la legge insider hanno luogo nel mercato libero oppure in altri settori del mercato. Inoltre l'abuso insider nel mercato libero si estende pure sulla borsa e coinvolge il suo buon nome. Indirettamente ne è colpita quindi anch'essa.

Nella norma sui titoli insider, inoltre, è compresa anche la negoziazione di titoli in corso d'emissione (§ 12, co.2°). Vengono considerati titoli insider anche i diritti di sottoscrizione, di acquisto e di cessione di titoli di credito, i diritti di pagamento di un'importo di differenza, calcolato in rapporto allo sviluppo del valore dei titoli, ed i contratti a termine.

3. Gli insider.

Il § 13 definisce l'insider:

“(1) Insider è colui che:

1. come membro dell'amministrazione o di un organo di controllo o come socio responsabile personalmente dell'emittente o di un'impresa collegata all'emittente;

2. in base alla sua partecipazione al capitale dell'emittente oppure ad un'impresa collegata all'emittente oppure,

3. in base alla sua professione o alla sua attività o alle sue mansioni, è a conoscenza di fatti non accessibili pubblicamente, riguardanti uno o più emittenti di titoli insider oppure i titoli insider, che sarebbero in grado se divenissero pubblici di influenzare notevolmente le quotazioni dei

titoli insider (fatto insider).

(2) Una valutazione ricavata esclusivamente in base ai fatti pubblicamente noti, non rappresenta un fatto insider, anche se può influenzare notevolmente le quotazioni dei titoli insider”.

In questa norma (co.1) si definiscono i così detti “insider primari”, cioè coloro a cui le informazioni insider sono direttamente accessibili.

Il presupposto per un fatto insider è la sua riservatezza. Non è il caso, quindi, quando ad un certo numero di persone indefinito è possibile venirme a conoscenza. A ciò è sufficiente che l'informazione sia stata pubblicata secondo le disposizioni del diritto di borsa. Un fatto è noto al pubblico anche già quando la sua divulgazione ha raggiunto “il settore interessato”, cioè quando gli operatori economici hanno la possibilità di venirme a conoscenza. Il divieto di *insider trading* ha lo scopo di salvaguardare il funzionamento del mercato dei titoli di credito nel settore economico europeo. E' sufficiente, quindi, che gli operatori economici abbiano l'opportunità di informarsi ed orientare le loro disposizioni ai fatti. Per tale scopo di tutela non è necessario che il grande pubblico degli investitori abbia la possibilità di procurarsi le informazioni. Non ci si preoccupa in questo caso della tutela degli investitori, bensì della funzionalità della borsa.

L'informazione deve essere inoltre idonea, nel caso della sua pubblicazione, ad influenzare notevolmente il valore del titolo insider. Il significato di tale affermazione non è affatto chiaro. L'espressione “notevolmente” presenta naturalmente un nucleo centrale descritto in maniera abbastanza precisa: informazioni sul cambiamento del tasso dei dividendi, sull'intenzione di acquisto di un ingente numero di azioni, sulla vendita di certi titoli, sulla sospensione della quotazione, ecc. Questo concetto, però, non ha soltanto un nucleo solido, ma anche un significato molto ampio ed indeterminato. Di tale concetto si può tracciare un profilo netto solo se ci si orienta alle sfumature del mercato. Esistono determinate costellazioni per le quali l'operatore economico stesso può influenzare notevolmente il movimento delle quotazioni.

4. Il divieto di *insider trading*.

Tal divieto è contenuto nel § 14:

“(1) E' vietato ad un insider,

1. sfruttare la propria conoscenza di un fatto insider per acquisire o cedere titoli insider per se stesso o per conto di altri;

2. fornire o rendere noto ad altri un fatto insider senza autorizzazione;

3. consigliare ad altri in base a conoscenze di un fatto insider l'acquisto o la cessione di titoli insider.

(2) Ad un terzo che possiede informazioni su un fatto è proibito sfruttare tale conoscenza per acquisire o cedere titoli insider per sé, per conto di un altro o in favore di un altro”.

Un concetto centrale del divieto di affari insider è lo sfruttamento dell'anticipo sull'informazione. Il legislatore descrive questo concetto in maniera molto generale (più criticamente nel prossimo capitolo), senza alcun esempio d'applicazione. La motivazione del progetto di legge contiene solo esempi di casi in cui non c'è stato sfruttamento. Per esempio non dovrebbe rappresentare un caso di sfruttamento, se taluno in base alla sua attività professionale dispone inevitabilmente di dati rilevanti per gli insider e li impiega nell'ambito della sua attività “solamente in conformità alla legge” (loc.cit. p. 47).

Ciò riguarda in particolare gli agenti di borsa.

Chi mette in pratica le proprie decisioni imprenditoriali non dovrebbe essere accusato di sfruttare conoscenze insider.

Nella norma non dovrebbe rientrare neanche il commercio in pacchetti azionari. Per quanto riguarda la decisione di acquistare un intero pacchetto azionario, si tratta di un fatto insider che ci si è procurati di proprio conto. L'acquisto di un pacchetto azionario è ammesso per principio. “Esso non procura un vantaggio riprovevole ottenuto trascurando la parità degli investitori” (loc. cit.).

Non fanno parte del divieto, infine, le misure prese a sostegno delle quotazioni - “in relazione ai loro obiettivi di regolarizzazione” (loc. cit.).

5. La norma penale.

Il § 38 è il seguente:

“(1) Verrà condannato ad una pena detentiva fino a 5 anni di reclusione o ad una pena pecuniaria colui che:

1. contro un divieto secondo § 14 1° comma, n°1 oppure 2° comma acquista o cede un titolo insider;

2. contro un divieto secondo il § 14 1° comma, nr.2, comunica o rende accessibile un fatto insider oppure;

3. contro un divieto secondo § 14 1° comma, nr.3, consiglia l'acquisto o la vendita di un titolo insider.

(2) Al divieto contenuto nel 1° comma corrisponde un divieto straniero”.

Sul concetto centrale di sfruttamento il legislatore ha fornito, come abbiamo detto, scarse osservazioni. Si afferma:

“Un insider sfrutta le sue conoscenze insider, se usa per se stesso o per altri l'anticipo sull'informazione nella speranza ed allo scopo di guadagnare per se o per altri un profitto che è considerato un'offesa al fondamento di parità tra investitori ed è riprovevole”.

In questa descrizione si parla di elementi soggettivi, ovvero di speranza e dell'agire con un determinato scopo. Ciò è equivoco. La fattispecie non comprende una qualsiasi intenzione. Per ciò che riguarda lo “sfruttamento” si tratta di un rapporto determinato tra informazione e transazione. Per tale relazione non è decisivo né la motivazione e né una qualsiasi intenzione. E' sufficiente il semplice dolo. Ci si rende punibili, già nel momento in cui si è in possesso di conoscenze insider ed in coscienza di ciò si realizza un affare “fondato” sull'anticipo dell'informazione.

La prossima questione riguarda l'espressione “fondato”. E' ovvio che si pretenda un rapporto di causalità tra informazione e transazione. Supponiamo che si rimproveri a qualcuno di aver sfruttato conoscenze insider. La prima affermazione in sua difesa, sarà che non era in possesso di informazioni insider. Se si potrà provare il contrario, la prossima difesa sarà che avrebbe comprato o venduto anche senza quelle informazioni. Questa è la solita obiezione dell'amministrazione di deposito. L'affermazione che si sia trattato di una delle solite transazioni, è confutabile soltanto in una situazione inusuale. Essa consiste appunto nel fatto che taluno era in possesso di un anticipo sull'informazione che ha trasformato in capitale tramite vistose transazioni. Se vogliamo essere più precisi, in questo modo il presunto rapporto di causa-effetto, ovvero il rapporto di causalità tra conoscenza insider ed affare insider, si è ridotto ad una relazione temporale. L'insider è già punibile nel momento in cui essendo a conoscenza di informazioni riservate compra e vende titoli fino a quando è in possesso dell'an-

ticipo sull'informazione. Questo è tutto. Del resto normalmente non si può provare di più. E si pretende già molto, perchè bisogna provare che taluno sia stato in possesso di informazioni insider. La tentazione di sostituire alla prova una supposizione è grande e quindi è facile supporre che affari visti-si in situazioni inusuali, si basano su conoscenze insider. Per questa norma penale i giudici devono, nell'ambito della valutazione delle prove, tirare conclusioni al quanto azzardate, già vicine ad una presunzione oppure arrendersi davanti ai problemi di prova e assolvere l'imputato. Se le assoluzioni si accumulano, la norma penale non farà più impressione. La si potrebbe considerare un atto legislativo simbolico. Anche altre considerazioni rafforzano l'affermazione che non è stato creato uno strumento tagliente con il quale si possa combattere l'*insider trading* in maniera effettiva e convincente.

Così, infatti, è difficile impedire le azioni elusive. La situazione è stata riconosciuta nel § 14 1° comma nr.3, ovvero che l'insider consiglia ad un altro l'acquisto o la vendita di certi titoli senza rivelargli le sue conoscenze insider. Se questa persona, però, trasmette l'istruzione all'istituto di credito, sarà difficile dimostrare che si è trattato di un affare insider. E qui si tratta soltanto della più semplice costruzione elusiva che ci sia.

Un'altra considerazione: l'anticipo sulle informazioni si può sfruttare anche con l'omissione ed in questo caso qualsiasi norma penale deve capitolare. Nessuno, può impedire all'insider di non cedere le proprie azioni con un'espressione di superiorità, mentre gli altri le vendono in tutta fretta e nessuno gli può vietare di non comprare in virtù delle sue conoscenze, mentre il pubblico agisce nella speranza fallace che sia giunto il momento giusto.

La terza obiezione è la più importante (ne ho già parlato in una mia relazione del 1978 nella rivista *Zeitschrift fur Handelsrecht* 142, p.1ss.). Il sistema bancario tedesco provvede che gli istituti di credito siano meglio informati del pubblico di borsa. A tutti i consigli d'amministrazione delle grandi imprese tedesche partecipano anche rappresentanti delle banche più importanti. La questione, quindi, non è solo come si possano tutelare banche e borsa dall'*insider trading*, ma anche e soprattutto come salvaguardare la borsa dagli affari insider delle banche. A tale domanda la nuova legge non dà una risposta soddisfacente.

Per le imprese di servizio che operano nel settore del commercio in titoli sono state elaborate delle "regole di comportamento particolari" (§ 32), secondo le quali p.es. è vietato alle imprese di servizio nel settore del commercio in titoli consigliare ai clienti la vendita o l'acquisto di titoli, se tale consiglio non concorda con "l'interesse del cliente". Se per esempio,

quindi, l'amministrazione di una banca, in base a informazioni particolari, ha deciso che le azioni della ditta X non devono essere vendute contrariamente al trend generale in borsa, allora non si potrà consigliare al cliente allo sportello la vendita di quelle azioni. Nella fattispecie insider non sono compresi questi tipi di comportamento. E' vero che sono vietati nell'ambito delle regole di comportamento, ma non sono sanzionati da nessuna parte. Non sono contenuti nemmeno nel catalogo delle trasgressioni, (§ 39).

Non posso esporre più ampiamente in questo contesto la mia critica nei confronti della fattispecie penale contro gli insider, posso soltanto riassumerne le formulazioni principali, le più acute.

La norma penale contro l'*insider trading* può funzionare, solo con un procedimento probatorio più "azzardato". Neanche così, del resto, si potrà colpire l'abuso quotidiano di informazioni insider. Tutto il dispendio gigantesco degli obblighi di denuncia ed informazione porterà a ben pochi procedimenti penali contro gli insider. Se saranno poi veramente gli abusi più spettacolari ad essere scoperti, si vedrà. Forse, come non raramente nel diritto penale, saranno gli stolti a farsi prendere. Ma in borsa non se ne trovano molti.