



Università degli Studi di Ferrara

DOTTORATO DI RICERCA IN
DIRITTO DELL'UNIONE EUROPEA

CICLO XXV

COORDINATORE Prof. Paolo Borghi

*LA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO:
PROSPETTIVE NAZIONALI ED EUROPEE*

Settore Scientifico Disciplinare IUS/14

Dottorando

Dott. Claudia Maria Ardita

Tutore

Prof. Marco Greggi

Anni 2009/2012

CAPITOLO I	8
LE PRATICHE DI MARKET ABUSE	8
1. Nozione di “abuso di mercato”: origini dell’insider trading e della manipolazione del mercato	8
2. L’insider trading	9
3. La rilevanza delle informazioni societarie nel mercato mobiliare come parametro per le scelte degli investitori e la teoria dei mercati efficienti	12
4. Le teorie sulla liceità dell’insider trading: La teoria di Manne	15
5. Le teorie sull’illiceità dell’insider trading	18
6. Le pratiche ricondotte all’insider trading	19
7. La manipolazione del mercato e le prassi di mercato vietate	22
CAPITOLO II	25
EUROPA: CONTENUTI PRINCIPALI E OBIETTIVI DELLE DIRETTIVE E DEL REGOLAMENTO CE ...	25
1. Introduzione al capitolo	25
2. La Direttiva 89/592/CEE e l’humus di sviluppo delle direttive europee	25
3. La Direttiva n. 6/2003	28
4. La struttura della Direttiva	30
5. Le Direttive di “livello 2”	35
6. La Direttiva 124/2003	35
7. La Direttiva n. 125/2003	36
8. La Direttiva n. 72/2004	37
9. Il Regolamento n. 2273/2003	39
CAPITOLO III	41
PARAGRAFO I	41
LA NORMATIVA NAZIONALE DI ATTUAZIONE DELLE DIRETTIVE EUROPEE IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO	41
1. Introduzione al paragrafo	41
2. L’assetto legislativo italiano relativo agli abusi di mercato	42
3. Le fonti normative sull’insider trading: dal codice civile del 1942 alla Direttiva 89/592	43
4. La prima regolamentazione in Italia: la legge n. 157 /1991	45
5. La nuova riformulazione dei reati d’insider trading nel Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria	53
6. Le previsioni originarie del TUF	56
7. La legge 61/2002 e il nuovo articolo 2637 c.c.	65
8. La situazione esistente in Italia al momento dell’adozione delle direttive del 2003 e 2004	69
9. La Direttiva 6/2003 e la legge comunitaria 18 aprile 2005, n. 62	70
10. L’estensione dell’ambito di applicazione	84
11. La price sensitivity e il principio di offensività	85
12. L’estensione dell’ambito di applicazione del TUF: La Market Abuse e la messa in pericolo della libertà di stampa	86
13. Il trattamento sanzionatorio	88
14. La riforma del 2009	90
15. Ammissibilità di sanzioni alternative: l’intervento del diritto civile	91
16. La prima condanna civile per insider trading	92
17. Segue: la tutela risarcitoria degli investitori in materia d’insider trading: commenti a margine della sentenza di Milano	97
PARAGRAFO II	102
IL RUOLO DELLA CONSOB	102
1. Introduzione al paragrafo	102
2. La costituzione di parte civile della CONSOB: verso la nuova frontiera della tutela del mercato	106

3. Il risarcimento del danno non patrimoniale a favore delle persone giuridiche.....	109
PARAGRAFO III	114
OBBLIGHI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE.....	114
1. Introduzione al paragrafo	114
2. Gli obblighi di disclosure	114
3. La disciplina del ritardo nelle comunicazioni e l’obbligo di commentare i rumors	118
4. Obblighi informativi e Regolamento Emittenti.....	120
5. Informazione privilegiata ai fini degli obblighi informativi vs informazione privilegiata ai fini dell’insider trading.....	121
CAPITOLO IV.....	124
PARAGRAFO I	124
L’INSIDER TRADING E LE CONDOTTE AD ESSO CONNESSE	124
1. Premessa: il bene giuridico tutelato dalla disciplina in materia di abusi di mercato.....	124
2. Il bene giuridico tutelato nel reato d’insider trading.....	126
3. La nozione d’informazione privilegiata e la natura di reato di pericolo dell’insider trading	127
4. I reati d’insider trading e di manipolazione del mercato come reati tecnici	132
5. Il reato d’insider trading alla prova del principio di determinatezza.....	133
6. La nozione d’informazione privilegiata.....	135
7. Il requisito della non pubblicità della notizia	136
8. L’idoneità ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.....	139
9. L’oggetto dell’informazione privilegiata: strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari	140
10. La natura di reato proprio dell’insider trading: le categorie di insider	140
11. Segue le diverse categorie di insider	144
12. L’origine del possesso delle informazioni e le categorie di insider.....	146
13. Insider trading: le condotte vietate	147
14. Gli esempi di abuso d’informazioni privilegiate.....	151
15. Il divieto di tipping	153
16. I divieti di tuyautage	155
17. L’elemento psicologico	157
18. Segue: approfondimenti sull’elemento psicologico con specifico riferimento al reato d’insider trading	158
19. La peculiarità dei reati commessi dagli insider criminali	159
20. Il concorso dell’extraneus nel reato di insider trading	160
21. Le sanzioni amministrative	161
22. Il trattamento sanzionatorio.....	164
23. Segue: la confisca e le colonne d’ercole della Corte Costituzionale	166
PARAGRAFO II	170
IL REATO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO.....	170
1. Introduzione al paragrafo	170
2. La tutela penale dei mercati finanziari in tema di manipolazione del mercato: l’interesse tutelato	172
3. I soggetti attivi	174
4. Le condotte incriminate e l’oggetto materiale della condotta	174
5. La diffusione di notizie false	176
6. La realizzazione di operazioni simulate	179
7. La realizzazione di altri artifici.....	180
8. La sensibile alterazione del prezzo	181
9. L’elemento psicologico e il concorso di norme.....	181
10. Il rapporto tra l’art. 501 c.p. e gli artt. 2637 c.c. e 185 TUF	182

11. Il rapporto tra gli artt. 2637 c.c. e 185 TUF	184
12. Il rapporto tra l'aggiotaggio bancario e gli artt. 501 cp. e 185 TUF	184
13. Le sanzioni amministrative poste a tutela dei mercati finanziari	186
14. La diffusione di informazioni false o fuorvianti (ex art. 187-ter, co.1, TUF)	189
15. La diffusione di informazioni false o fuorvianti ad opera di giornalisti (comma 2, art. 187-ter TUF)	191
16. L'effettuazione di operazioni e ordini di compravendita (lett. a) e b) co.3, art. 187- ter TUF)...	193
17. L'effettuazione di altri artifici (lett. c) e d), co. 3, art. 187- ter TUF)	194
18. Gli elementi e le circostanze da valutare, ai sensi del comma 7 dell'art. 187-ter TUF per l'identificazione delle manipolazioni del mercato previste dalla medesima norma alla lettera c) co. 3.....	195
19. Gli esempi di manipolazione del mercato di cui alla lett. c), co. 3, art. 187-ter TUF, indicati dalla CONSOB	195
20. I motivi legittimi e le prassi ammesse (co. 4, art. 187-ter, TUF)	196
21. La rilevanza della comunicazione CONSOB n. DME/5078692 del 2005.....	197
22. Applicazioni giurisprudenziali: la scalata di BNL e la manipolazione del mercato.	199
23. Il caso UNIPOL e la manipolazione del mercato: la Cassazione fa il punto sulla natura del reato	201
24. La costituzione di parte civile degli italiani contro le agenzie di rating per il reato di manipolazione di mercato: il caso Moody's	203
CAPITOLO V.....	205
VERSO UNA NUOVA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO	205
1. Premessa al paragrafo	205
2. Le novità introdotte dalla proposta di regolamento	206
3. Segue: le novità inserite nella proposta di direttiva in materia di abusi di mercato	209
4. Le osservazioni della CONSOB sulla proposta di regolamento e di direttiva	210
5. Alcune osservazioni sulla proposta di regolamento e sulla proposta di direttiva	211
6. Conclusioni de iure condendo	214
BIBLIOGRAFIA.....	219

*Dopo tutto, qualsiasi cosa il mercato faccia,
non possiamo fare di meglio sul piano intellettuale*

F.A. Von Hayek,

INTRODUZIONE

Le teorie economiche in materia di liceità o illiceità delle condotte di abuso di mercato, pongono alla luce la tematica centrale se sia giusto punire tali condotte abusive o se queste costituiscano solo un aspetto della necessaria concorrenzialità del mercato. Proprio tali teorie che il giurista non può fare a meno di conoscere, costituendo esse le leggi di copertura che regolano le fattispecie degli abusi di mercato, dimostrano come non sia da tutti condivisa l'esigenza di punire le medesime condotte. Un problema ancora maggiore sebbene consequenziale è come punire tali abusi; bastano le misure civilistiche ovvero sono necessarie misure più incisive come quelle penali? Nella trattazione si vedrà che il legislatore italiano, in linea con quasi tutti i paesi a capitalismo avanzato, ha scelto di perseguire tali condotte mediante le sanzioni penali.

Tale decisione pone alla luce molteplici dubbi sulla costituzionalità delle norme in materia di *market abuse*, le quali non sembrano rispettare il principio di offensività, di determinatezza e di tassatività che sono i corollari principali del sistema penale. Sono tutti dubbi a cui si cercherà di dare una risposta nel corso della trattazione, ciò che appare rilevante è sottolineare il problema ontologico relativo alla necessità di reprimere con qualunque sanzione gli abusi di mercato.

Ora, non vi è dubbio che la regolazione degli abusi di mercato e in particolar modo dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato, che molti Autori qualificano come "frode"¹ rappresenti uno strumento finalizzato al corretto funzionamento del mercato finanziario, che nei sistemi economici di tipo occidentale ha assunto sempre maggiore importanza ed ha ricevuto crescente attenzione. Inoltre, una siffatta cautela si può rivelare utile, direttamente o indirettamente, in vista di una corretta *governance* delle imprese. In ogni caso, la dottrina non ha raggiunto conclusioni unanimemente condivise circa la precisa individuazione degli abusi, la quantificazione del danno (se addirittura presente) e soprattutto sulla strategia repressiva più efficace, in un'ottica di bilanciamento costi - benefici. Questo perché le condotte ricollegabili agli abusi di mercato sono sfuggenti e dagli effetti difficilmente misurabili o interpretabili in chiave economica. Ancor più complesso risulta fornire risposte definitive alle domande sul perché e sul come combattere

¹ Tra gli altri, MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, IX, Torino, 1994. Ci si sente, tuttavia, di osservare che la componente fraudolenta non è così evidente nell'*insider trading*, come lo potrebbe essere invece per la manipolazione del mercato che comporta sempre un giudizio negativo.

gli abusi di mercato, nella considerazione fin troppo scontata che sono molte le variabili coinvolte. Si tratta di un fenomeno a cui in Italia, come in molti Paesi occidentali, solo quindici anni fa non era ricollegata alcuna specifica fattispecie costituente reato. Oggi gli abusi di mercato sono sanzionati molto severamente, sia come delitti che come illeciti amministrativi, e la disciplina giuridica attualmente in vigore presenta vari spunti di riflessione e notevoli problemi applicativi.

Il maggior sostenitore della non punibilità di tale condotta è sicuramente Manne di cui verrà esposta la teoria, ma che in altri termini afferma che è un comportamento lecito trarre vantaggi dal possesso di informazioni privilegiate: il trarre utili dalla necessaria asimmetria degli operatori del mercato non è insito nella necessaria competitività del mercato?

E', allora, più probabile immaginare che la tutela sugli abusi di mercato abbia ad oggetto non tanto la concorrenza del mercato, bensì una pretesa eticizzante di una informazione non solo equivalente ma identica per tutti i soggetti che si trovano ad operare sul mercato, indipendentemente dalle proprie abilità. L'informazione è, infatti, considerata il parametro per tutte le scelte degli investitori che si muovono sul mercato, il quale prima di essere un luogo di scambio di valori economici è innanzitutto un luogo ove si scambiano informazioni, poiché gli operatori finanziari basano le proprie scelte di mercato sulle informazioni in proprio possesso.

Nella trattazione di tale lavoro si cercherà di individuare, anche grazie alle leggi economiche, che nel settore degli abusi di mercato costituiscono le leggi di copertura a cui fanno riferimento le disposizioni normative, il bene giuridico tutelato dal sistema nazionale ed europeo, attraverso l'evoluzione che negli anni ha subito la normativa nella materia in esame, soprattutto in ragione dell'influenza delle fonti europee.

CAPITOLO I

LE PRATICHE DI MARKET ABUSE

1. Nozione di “abuso di mercato”: origini dell’*insider trading* e della manipolazione del mercato

Sotto la denominazione “abusi di mercato” sono oggi ricompresi tutte le condotte finalizzate all’aggressione del mercato ed, in particolar modo, la manipolazione del mercato e l’*insider trading*. Secondo la relazione di accompagnamento della Proposta di Direttiva concernente l’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, per abusi di mercato si intendono “quelle situazioni in cui gli investitori si trovano a dover subire, direttamente o indirettamente, in misura non ragionevole, le conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che: (i) hanno fatto uso a loro vantaggio o a vantaggio di altri di informazioni non accessibili al pubblico; (ii) hanno falsato il meccanismo di fissazione del prezzo degli strumenti finanziari; (iii) hanno divulgato informazioni false ovvero ingannevoli”². Denominatore comune di entrambe le condotte è, dunque, quello di distorcere il mercato degli strumenti finanziari, ed è il mercato finanziario che, pertanto, costituisce il bene giuridico da tutelare con conseguenze di non poco momento per quanto concerne l’ambito penale per cui si rinvia al capitolo preposto.

La definizione di abuso di mercato è sufficientemente flessibile da poter mantenere la sua validità nel tempo. Come rilevato nei considerando della Direttiva 2003/6/CE gli abusi di mercato sono di ostacolo alla creazione di un mercato finanziario integrato ed efficiente. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l’integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati. Gli abusi di mercato sono sostanzialmente riconducibili a due distinte fattispecie: l’abuso d’informazioni privilegiate (*insider trading*) e la manipolazione del mercato. L’*insider trading* indica l’attività di negoziazione di valori

² Relazione che accompagna la Proposta della Commissione, Bruxelles 30 maggio 2001 COM (2001) 281 definitivo, pubblicata in G.U.C.E 28 Agosto 2001, C 240.

mobiliari effettuata da parte di soggetti capaci di disporre di informazioni privilegiate relativamente ai titoli azionari. La manipolazione del mercato indica, invece, l'attività di colui che turba l'ordine del mercato divulgando notizie false, esagerate o tendenziose o adoperando altri artifici capaci di provocare un aumento o una diminuzione dei valori ammessi nelle liste di borsa. Come messo in evidenza dalla dottrina italiana più recente³ occorre considerare che l'elemento differenziatore tra le due condotte in oggetto è dato dal fatto che nella manipolazione del mercato esiste un elemento di falsità o di apparenza rispetto ad una diversa situazione di fatto che l'agente crea al fine di distorcere la realtà, tale requisito è invece assente nell'*insider trading* in cui l'informazione è vera nel momento in cui la condotta è posta in essere e viene divulgata da un soggetto che si trova in una situazione privilegiata. Nello specifico, le pratiche di *insider trading* hanno sempre ad oggetto un'informazione non ancora messa a disposizione del pubblico. Nella manipolazione è usuale, poi, la distinzione tra condotte che incidono sull'apparato informativo e quelle che si rivolgono al prezzo degli strumenti finanziari. Ciò non esclude che nella pratica si possa realizzare un'interferenza tra le due condotte⁴. Negli ultimi anni, in seguito ad alcuni drammatici eventi e ai più recenti scandali finanziari, la generica definizione di abuso di mercato è stata notevolmente ampliata e non comprende solo le condotte sopra descritte⁵.

2. *L'insider trading*

Soffermandoci sulle singole pratiche di abuso del mercato, la disciplina dell'*insider trading* trova la sua prima regolamentazione negli Stati Uniti⁶, dove da tempo le transazioni compiute sui titoli delle società quotate sono guardate con grande sospetto. Il termine *insider trading* deriva dalla combinazione di due termini di matrice anglosassone, ovvero *insider*, che nel gergo di borsa indica qualsiasi soggetto "interno" che, per ragioni connesse alla sua attività o legate al suo *status*, viene in possesso di particolari

³ GALLI, *La disciplina Italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, collana Società e mercati finanziari, 2010, 30.

⁴ E' evidente che la qualificazione giuridica rileva allorché non sussista un'omogeneità nelle misure e nelle pene comminabili.

⁵ Tra i drammatici eventi connessi in qualche modo alla presenza di abusi di mercato, si può ricordare l'attentato dell'11 settembre 2001. Nei giorni immediatamente precedenti la catastrofe, infatti, è stata riscontrata un'intensa attività di scambi azionari legata alle azioni delle compagnie aeree coinvolte nei dirottamenti. Nello specifico l'8 settembre 2001 grandi quantità di azioni della United Airlines – una delle due compagnie coinvolte – sono state vendute allo scoperto da investitori rimasti sconosciuti. I profitti di tali operazioni sono stati stimati in almeno \$ 2.770.000 a fronte di una spesa di soli \$ 207.000.

⁶ I primi tentativi di regolamentazione risalgono al 1933 ed al 1934 e sono localizzati negli Stati Uniti d'America rispettivamente nel "*Securities Act*" e nel "*Securities Exchange Act*".

informazioni, “pregiate” in quanto ignote alla generalità del pubblico; e *trading*, che deriva dal verbo *to trade*, usato in tale contesto nel senso di “operare” o “commerciare”. L’*insider trading*, tradotto nell’esperienza giuridica italiana con l’espressione “abuso di informazioni privilegiate”, designa quindi, impiegando una definizione volutamente generica, le operazioni su valori mobiliari compiute da soggetti interni, o da soggetti venuti in contatto con questi ultimi, in possesso di informazioni che garantiscono un vantaggio tale da consentire loro di prevedere il successivo corso delle quotazioni e di realizzare così un profitto mediante l’acquisto di strumenti finanziari destinati al rialzo ovvero attraverso la vendita dei medesimi, se prossimi al ribasso.

In particolare si tratta di una serie di operazione di acquisto e/o di vendita (o operazioni assimilabili) da parte di un soggetto, che in considerazione del suo stretto legame con la società (appunto perché “*insider*”) a cui le azione si riferiscono, ne conosce le vicende atte ad influenzare l’andamento dei titoli prima ancora che queste siano rese pubbliche traendo vantaggi maggiori rispetto a quelli che contrattano con lui. L’inquadramento del fenomeno non può prescindere dalla definizione fornita da autorevolissimi autori in materia; primo tra tutti Langevoort⁷ secondo cui “Insider trading is a term of art that refers to unlawful trading in securities by person who possess material npublic information about the company whoose shares are traded of the market for its shares”. Ugualmente meritevoli di citazione sono le definizioni di due capisaldi della dottrina italiana: Bartalena⁸ e Seminara⁹ Il primo ha definito tale abuso come “(...) lo sfruttamento di informazioni non ancora divulgate per il compimento di operazioni speculative su titoli quotati”. Il secondo invece come lo “sfruttamento in borsa di informazioni riservate apprese da un insediato societario attraverso le sue funzioni”.

Sotto il profilo dell’analisi giuridica – economica la fattispecie dell’*insider trading* costituisce la prova certa dell’imperfezione del mercato o meglio dei rapporti asimmetrici che esistono tra gli attori del esso; in particolare deve considerarsi che le operazioni sul mercato vengono compiute a seguito di valutazioni soggettive di coloro che le effettuano prevedendo le future oscillazioni dei titoli. Tali valutazioni vengono effettuate basandosi sulle informazioni poste a disposizioni degli operatori del mercato; quanto maggiori e specifiche sono le informazioni degli investitori tanto più veritiera sarà la valutazione del

⁷ LANGEVOORT, *Insider trading: regulation, enforcement & prevention*, 1992 New York.

⁸ BARTALENA, *La problematica dell’insider trading nel diritto inglese alla luce di un recente disegno di legge*, in *Rivista delle società*, 1980, 50.

⁹ SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA.VV. *Manuale di diritto penale dell’impresa*, Bologna, 2000, 32.

mercato effettuata. Il fenomeno dell'*insider trading* costituisce dunque la manifestazione di un'asimmetria informativa ineliminabile, in quanto vi sono stati e ci saranno sempre soggetti che, in virtù della loro posizione e della funzione che svolgono, possiedono informazioni maggiori rispetto alla generalità degli investitori. Non potendo evitare tale situazione gli Stati, caratterizzati da una forma di capitalismo avanzato, hanno introdotto delle norme volte ad evitare che i soggetti posti in una posizione privilegiata abusino della stessa utilizzando le informazioni di cui sono in possesso a loro vantaggio. Al fondo del fenomeno c'è quindi un abuso funzionale: lo sfruttamento di canali privilegiati di informazione¹⁰. L'abuso potrebbe consistere ad esempio nell'utilizzare l'informazione detenuta anticipatamente rispetto alla sua divulgazione, compiendo operazioni sui titoli ai quali l'informazione si riferisce, a prezzi diversi e più vantaggiosi, rispetto a quelli che vi saranno dopo la divulgazione della notizia stessa. Pur potendo tali pratiche atteggiarsi con modalità diversa, il punto che le accomuna è sicuramente l'abuso del diritto di cui gode il soggetto che si trova in una posizione di vantaggio.

Sulla scorta dell'esperienza statunitense la disciplina dell'*insider trading* (insieme a quella concernente la manipolazione del mercato) in Europa ha preso le mosse dalla direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*)¹¹ e dalla direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi d'investimento¹². La ragione d'essere del divieto è reso appunto esplicito già dai Considerando della direttiva 89/592/CEE in cui si legge che: si vuole garantire il buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari, il quale dipende in larga misura dalla fiducia che esso ispira agli investitori, fiducia che si basa, fra l'altro, sul fatto che agli investitori si garantisca la parità delle condizioni, mentre le operazioni effettuate da persone in possesso d'informazioni privilegiate, per il fatto di offrire vantaggi a taluni investitori rispetto agli altri, possono compromettere tale fiducia. Sul piano più strettamente giuridico, l'interesse tutelato dalla normativa in materia d'*insider trading* viene individuato nell'esigenza di preservare la liquidità del sistema; in particolare la prevenzione e la repressione dell'ingiustificato utilizzo dell'informazione da parti di alcuni soggetti, in posizione di superiorità informativa, sono viste come garanzia di trasparenza e correttezza del mercato, di rispetto di regole di condotta considerate irrinunciabili, ed assurgono così a strumento di

¹⁰ Così LONGHINI e DI FEICE, *Insider trading e fusione di società quotate in borsa* in *Società*, 1996, 1, 20.

¹¹ Proprio in attuazione di tale direttiva è stata emanata in Italia la legge 17 maggio 1991, n. 157 regolante l'uso d'informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari.

¹² Entrambe le direttive sono reperibili nel sito istituzionale dell'Unione Europea www.europa.eu.

incentivazione degli investimenti. Accanto a questo interesse di carattere generale si configura quello delle stesse società emittenti ad una regolamentazione del fenomeno; interesse che si apprezza in particolar modo in situazioni in cui lo sfruttamento di un'informazione privilegiata possa arrecare un danno economico immediato alla società, ma è comunque riscontrabile anche allorché l'attività dell'*insider* non produca conseguenze nocive dirette configurandosi un pregiudizio all'immagine che alla società medesima può derivare dalla abusiva utilizzazione delle informazione. L'interesse di carattere generale alla repressione del fenomeno fa sì che la disciplina dell'*insider trading* assuma un carattere d'inderogabilità e che quindi le società emittenti non possano dispensare i loro amministratori e dirigenti dall'osservanza del divieto di sfruttamento d'informazioni privilegiate. In ultimo in dottrina, in favore del divieto d'*insider trading*, viene citata un'ulteriore giustificazione recepita a livello normativo dalla direttiva CEE del 1989, ove si afferma che l'ampiezza del confronto tra domanda ed offerta, e quindi la consistenza e la liquidità dei mercati si basano sulla certezza che le quotazioni hanno un significato reale e che, sono state prese tutte le misure per garantire eguali possibilità a tutti gli investitori. In altri termini, il buon funzionamento dei mercati mobiliari dipende dal grado di fiducia che i mercati ispirano agli investitori. Per questo motivo le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, che permettono loro di trarne un vantaggio a danno degli altri investitori, costituiscono una minaccia per il buon funzionamento dei mercati mobiliari, in quanto annullano l'eguaglianza di possibilità fra gli investitori e di conseguenza anche la fiducia di questi ultimi in tali mercati.

3. La rilevanza delle informazioni societarie nel mercato mobiliare come parametro per le scelte degli investitori e la teoria dei mercati efficienti

Il buon funzionamento del mercato richiede la diffusione uniforme e tempestiva d'informazioni complete e attendibili relative agli strumenti finanziari e agli emittenti quotati; la mancanza d'informazioni genera, infatti, posizioni di privilegio informativo con conseguenti cadute in termini di equità ed efficienza. Gli abusi di mercato consistendo, dunque, in comportamenti che minando l'integrità e la piena trasparenza dei mercati finanziari, costituiscono un ostacolo alla crescita di fiducia degli operatori del mercato e al diffondersi del benessere economico¹³. L'efficienza informativa è considerata il requisito

¹³ TOSCHI-SALERNO, *Il fenomeno di market abuse: la disciplina dell'aggiotaggio su strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria* in Riv. Guardia di Finanza, 2004,4,123.

principale del funzionamento del mercato, allorché la capacità degli investitori di allocare correttamente il denaro è condizionata dalla quantità e dalla qualità delle informazioni possedute. Nello specifico, l'efficiente funzionamento del mercato quale fonte di capitali, quale misura di successo imprenditoriale e quale mezzo per raggiungere una desiderabile ed efficiente utilizzazione delle risorse, richiede che le informazioni siano liberamente disponibili e che tutti gli investitori siano in grado di trarre vantaggio personale da informazioni confidenziali¹⁴.

In presenza di un'informazione insufficiente si crea un più elevato margine di rischio che porta gli investitori a tenere un atteggiamento di maggior cautela e di prudenza, inducendo gli stessi a sostenere ulteriori costi per colmare le proprie conoscenze, aumentando così il costo del capitale e rallentando il mercato e riducendo la liquidità. La teoria ora riportata si deve al contributo di Fama, autore della teoria economica c.d. "efficienza informativa dei mercati" mediante la quale è definito il grado con cui i prezzi riflettono l'informazione disponibile. La teoria dell'*Efficient Capital Market Hypothesis*¹⁵ è considerata come il manifesto della teoria dei mercati efficienti; l'intuizione dell'autore sta nell'aver sottolineato che, se vi è incertezza nel mercato, l'efficienza e l'equilibrio dipendono preminentemente dal ruolo svolto dall'informazione nei processi di formazione e aggiustamento dei prezzi. In particolare, Fama distingue il livello di efficienza in forte, semi-forte e debole a seconda che i prezzi riescano rispettivamente ad esprimere: (i) tutta l'informazione esistente, anche quella privata non ancora resa pubblica; (ii) solo quella pubblica; (iii) solo quell'informazione espressa dai precedenti prezzi di mercato. Secondo la teoria in commento, il mercato può dirsi perfetto solo nel momento in cui tutti i soggetti operanti sullo stesso dispongono di un'assoluta omogeneità di informazioni, sono capaci di conoscere con certezza le intenzioni operative degli altri investitori e non sono in grado di influenzare con il proprio intervento l'intero andamento del mercato. L'alterazione dei prezzi dei titoli produce una distorsione dell'insieme delle informazioni che, a sua volta incide sullo stesso processo d'informazione dei prezzi; di guisa che sarà meno probabile che quest'ultimi esprimano il reale valore degli strumenti finanziari.

Se si vuole garantire il regolare funzionamento del mercato dei valori mobiliari, sono quindi indispensabili misure dirette ad impedire l'utilizzazione, nelle transazioni su valori

¹⁴ SEMINARA, *Il reato di Insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite in Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1998, II vol. II, 57.

¹⁵ FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, 383 ss.

mobiliari, di informazioni riservate. Ne consegue la necessità se non di eliminare, vista l'ontologica impossibilità, di prevedere misure normative volte a garantire la piena trasparenza dei mercati finanziari. In tale ambito pare opportuno soffermarsi sulla teoria economica del *market egalitarianism*, si tratta della teoria, che postula il benessere collettivo, di cui presupposti sono uguaglianza di accesso nell'informazione (*equal access*) e la trasparenza (*full disclosure*)¹⁶. Il *market egalitarianism* può tuttavia rappresentare solo un obiettivo di massima da perseguire nel clima culturale attuale improntato alla trasparenza dei rapporti tra gli operatori e del mercato, ma non è attuabile nella pratica in quanto gli investitori non si pongono tutti sullo stesso piano¹⁷. Sotto tale aspetto è stato sostenuto il valore demagogico del principio della parità conoscitiva in quanto la disparità tra le categorie di investitori sarebbe inevitabile¹⁸. Non appare seriamente dubitabile, infatti, che l'investitore medio non sia in grado di comprendere appieno i dati a disposizione a differenza dei professionisti del settore, i quali in possesso delle medesime informazioni sono in grado di prevedere l'attività borsistica. Inoltre, se si concretizzasse un'assoluta distribuzione di tutte le notizie cesserebbe ogni necessità di ricercarne di nuove giungendo ad una situazione di inefficienza¹⁹. Il principio di *equal access* si scontra invece con un dato inconfutabile della realtà per cui è impossibile perseguimento un livellamento delle conoscenze, data che un'ineguaglianza è inevitabilmente connessa alla diversa distribuzione del potere e della disponibilità economica nonché alla attività svolta dall'agente e alla sua diligenza ed esperienza. In conclusione la disciplina in materia di *insider trading* non mira a perseguire un utopico egualitarismo tra gli investitori ma è volta a garantire a tutti le medesime *chance* di conoscenza, imponendo ai soggetti che detengono informazioni privilegiate di astenersi dalle transazioni prima che tali informazioni siano rese pubbliche.

Nel delineato contesto, prima di enunciare le differenti pratiche in cui si può articolare l'*insider trading*, appare opportuno soffermarsi sulla letteratura economica più che

¹⁶ PALEONTONI, *La manipolazione del mercato: dall'informazione societaria al ruolo della Consob nel processo* disponibile nel sito istituzionale del Consiglio di Stato (Giustizia amministrativa. it).

¹⁷ La distinzione tra gli investitori emerge anche dalla Direttiva MiFID; nella strutturazione normativa antecedente la clientela veniva distinta tra *Operatori Qualificati* che, in quanto investitori professionali disponevano di un minimo grado di tutela e gli *Operatori al Dettaglio*, titolari di tutte le tutele previste dalla legge e dalla regolamentazione di settore. Attualmente invece esiste una tripartizione della clientela, distinguendo tra clienti al dettaglio, *retail*, clienti professionali, *professional clients*, e controparti qualificate, *eligible counterparties*; tale suddivisione sottende la volontà di adottare misure di protezione coerenti con ciascuna categoria di investitore, rispettando le differenti esigenze di tutela connesse con qualità ed esperienza professionale dei medesimi.

¹⁸ RINEAHART, *Insider trading: quali misure dopo gli scandali*, in *Insider trading: le discipline negli Stati Uniti e in Europa*, 1987, 44

¹⁹ DE SACTIS *Insider trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, il Sole24ore, Milano, 1995, 18.

giuridica che ha sottolineato come da tale condotta possono derivare effetti sia negativi che positivi. Per tale ragione, l'esigenza o meno di un intervento del legislatore per reprimere il suddetto fenomeno dipende, inevitabilmente, dal peso attribuito alla considerazione dei primi piuttosto che dei secondi; sotto il medesimo profilo dovrà considerarsi la costituzionalità di una disciplina penale in materia, alla luce delle teorie secondo cui la repressione penale può costituire un'*extrema ratio* e può essere diretta a tutelare solo beni costituzionalmente orientati.

4. Le teorie sulla liceità dell'*insider trading*: La teoria di Manne

Fautore della legalità e degli effetti benefici sul mercato dell'*insider trading* è Henry Manne che ha affermato tale tesi nella sua monografia "*Insider trading and the stock market*" pubblicata nel 1996. Secondo l'autore, l'utilizzo d'informazioni riservate sui mercati finanziari, non configura una condotta criminale, ma rappresenta, da una parte il corretto compenso per coloro, che agendo dall'interno, sono fautori dei successi e delle innovazioni della società, dall'altra anticipando il futuro sviluppo delle quotazioni, è strumentale alla diffusione delle conoscenze dei risparmiatori ed evita, altresì, violente variazioni dei prezzi al verificarsi della diffusione della notizia, favorendo in tal modo l'efficace allocazione degli strumenti finanziari nel mercato. Argomentando in tal modo è chiaro che proprio l'attività degli *insiders* sui mercati borsistici produce quegli aggiustamenti nei prezzi che precedono la divulgazione delle notizie riservate e, dunque, migliora l'efficienza informazionale nei mercati borsistici²⁰. La teoria espressa dall'autore, che ha sollevato molteplici critiche all'interno della scienza economica e giuridica, si basa, quindi, sul principio per cui l'*insider trading* andrebbe consentito per le sue utilità rilevabili in materia di efficienza del mercato e per la funzione incentivante per gli imprenditori. L'autore afferma, altresì, che il divieto d'*insider trading* si basa sul dato emotivo secondo cui gli investitori che vendono le proprie azioni, prima che le notizie ad esse relative siano rese pubbliche, sarebbero danneggiati²¹. Il fenomeno andrebbe, in altre parole, considerato senza pregiudizi etici di sorta, e valutato per i suoi effetti economici.

²⁰ La teoria di Manne è riportata in FONTANA, *Insider trading: legittimo il sequestro per equivalente del patrimonio usato per la speculazione*, in *Diritto e Giustizia*, 2012, 1, 603

²¹ WATKINS, *Henry Manne's position on insider trading and property rights* studio condotto dalla San Jose State University- Economics Department; in materia cfr. anche: *An opinion on Why Insider Trading Should be Legal* Larry Elder, *Interviews Henry Manne in Capitalism Magazine* 24 settembre 2004.

In particolare, Manne ritiene che nessun azionista sarebbe leso dalla mancanza di una legge che vietasse l'*insider trading*; l'autore sostiene, infatti, che l'argomento sostenuto dalle istituzioni americane – che, come ricordato, per prime hanno vietato siffatte pratiche – per la regolamentazione del fenomeno dell'*insider trading* si basa sull'assunto per cui se l'azionista avesse avuto le medesime informazioni in possesso dell'*insider* non avrebbe venduto le sue azioni. Al fine di comprendere l'intuizione di Manne occorre effettuare una comparazione tra quello che Manne chiama *Scenario A* in cui gli *insider* non vendono, con lo *Scenario B* in cui gli *insider* vendono le azioni; il criterio comparativo quindi non riguarda il caso in cui gli investitori effettuino le proprie valutazioni senza informazioni e la situazione in cui le medesime decisioni siano prese quando tutte le informazioni siano rese pubbliche (*Scenario C*). Il divieto d'*insider trading* non coincide con il requisito della pubblicità delle informazioni. Quasi tutti gli investitori che hanno venduto in base allo *Scenario B* (*insider trading*) avrebbero venduto anche in base allo *Scenario A* (no *insider trading*). Per rendere chiaro il modello seguito da Manne è opportuno chiarire il modo in cui gli investitori decidono di vendere o comprare. Generalmente le persone hanno una propria stima del valore delle azioni e se il prezzo di mercato supera tale stima allora vendono se invece è inferiore acquistano. Su questo punto, l'autore si sofferma per offrire ulteriori specifiche: se il prezzo di mercato è inferiore all'aspettativa dell'investitore e l'investitore è neutrale al rischio (sempre che non vi siano altri investimenti con un rendimento atteso più elevato) allora l'investitore compra fino al limite delle proprie risorse. In altre parole, seguendo l'esempio di Manne: supponiamo la vendita o l'acquisto di un'azione e che le aspettative degli investitori siano costanti nell'arco di tempo preso in esame. Se il prezzo di un'azione è 20 \$ vi possono essere persone che credono che l'azione valga 21 \$ i quali non venderebbero se l'azione valesse 20\$ ma che venderebbero se il prezzo di mercato fosse salito a 22\$. Gli *insider* sono in possesso di informazioni non pubbliche in base alle quali sono a conoscenza che l'azione vale 30 \$.

Si consideri più nel dettaglio la situazione di coloro che credano che il valore dell'azione sia 21\$, se il prezzo cambia continuamente tali soggetti venderanno a 21.01\$. Nello *Scenario A* (no *insider trading*) le persone venderanno al tempo T, ma nello *Scenario B* (*insider trading*) le stesse venderanno prima al tempo S. L'effetto del passaggio tra lo *Scenario A* e lo *Scenario B* è che gli investitori riceveranno i loro profitti dalla vendita prima, avendo, dunque, un guadagno netto dal passaggio tra i due scenari. Quindi l'effetto dell'*insider trading* è quello di anticipare il momento in cui il prezzo dell'azione raggiunge l'aspettativa di un particolare investitore. Dunque, tali investitori non subiscono alcun

danno dall'*insider trading*; per tale ragione Manne sostiene che il fenomeno dell'*insider trading* non lede in alcun modo gli investitori, infatti, la teoria che considera nociva tale pratica per il mercato è basata sulla comparazione tra lo *Scenario B* e lo *Scenario C*. Manne sostiene, altresì, che il divieto di *insider trading* porta a una mancanza di competitività nel mercato: se l'investitore ha deciso di vendere, questo non perde nulla anche se nel mercato esiste un acquirente in possesso di ulteriori informazioni. Di fronte al bisogno di protezione invocato dai fautori della regolamentazione dell'*insider trading* Manne sottolinea che gli investitori che perdono a causa dell'*insider* non perdono nulla in quanto avevano già deciso di vendere, indipendentemente dalla presenza o meno di soggetti più informati; ne consegue che la proibizione dell'*insider trading* non favorisce il piccolo risparmiatore, ma solo le banche d'affari e gli investitori professionali.

La teoria di Manne si arricchisce del corollario per cui le attività d'*insider trading* svolgerebbero un'utile funzione di arbitraggio, con la conseguenza di risparmiare a tutti gli interessati i contraccolpi di uno sbalzo improvviso nel corso delle azioni di acquisto e vendita. Gli *insiders*, essendo in grado di ottenere notizie sconosciute al resto del mercato, venderanno ogniqualvolta i titoli siano sopravvalutati ed acquisteranno in caso contrario, stabilizzandone il prezzo e indirizzando i titoli medesimi verso quello che è il loro reale valore. Seguendo tale impostazione, gli unici possibili danneggiati sarebbero coloro che si trovano ad operare direttamente con l'*insider*, e nella maggior parte dei casi non si tratterà di risparmiatori, bensì di speculatori che operano allo scoperto. Va da sé che in questa evenienza si affievoliscono le preoccupazioni di tutelare i risparmiatori, ritenuti la categoria maggiormente indifesa. Alla teoria di Manne vengono mosse varie critiche in primo luogo, nel caso in cui fossero omesse o diffuse informazioni errate da parte degli *insiders* sarebbe necessario valutare gli effetti negativi derivanti dalla perdita di efficienza del mercato come la diminuzione della liquidità e l'aumento dei costi di transazione. In secondo luogo, le argomentazioni utilizzate per giustificare l'attività dell'*insider* si muovono in una logica estrinseca e sicuramente in contrasto con il principio comunemente accettato di parità di trattamento o del *market egalitarianism* che invita a perseguire un'indiscriminata eguaglianza di conoscenze e di opportunità fra tutti i risparmiatori, indipendentemente dalla loro natura. Invero, a parere di chi scrive, dal ragionamento dell'autore pare emergere la differenza tra "intraprendenza" e "speculazione", l'*insider* nell'ottica di Manne è un soggetto intraprendente che valorizza le sue capacità conoscitive e non lede in alcun modo l'investitore. Tale differenziazione è propria anche delle teorie di Keynes, il quale evidenzia la diversità delle due condotte. In particolare "la speculazione è

- l'attività di prevedere la psicologia del mercato, l'intraprendenza è l'attività di prevedere il rendimento prospettivo dei beni capitali per tutta la durata della loro vita"²².

5. Le teorie sull'illiceità dell'*insider trading*

L'analisi del fenomeno dell'*insider trading* non è completa se non si enunciano, se pur sommariamente, in quanto si tratta di teorie di vocazione economica, più che giuridica, le argomentazioni degli autori che ritengono che l'*insider trading* sia un fenomeno sostanzialmente negativo. In particolare, Manove ha verificato che nell'ambito di un mercato in cui l'*insider trading* è pratica diffusa, i potenziali investitori decidono di affrontare il problema della selezione avversa relativa al calcolo dei rendimenti attesi, fissando livelli d'investimento inferiori rispetto a quelli che stabilirebbero in condizioni d'informazione simmetrica²³. Una seconda tesi sostenuta da Fama e imperniata sul *market egalitarianism* sostiene che la condotta illecita lede in primo luogo i singoli investitori, che rappresentando la controparte delle operazioni compiute dall'*insider* acquisterebbero o venderebbero i titoli a prezzi che non ne riflettono il valore intrinseco. L'idea principe di questa tesi è che l'investimento sui mercati finanziari debba costituire un gioco equo e che il rispetto delle sue regole debba essere garantito dallo Stato.

Particolarmente interessante è poi la tesi di Richard de George secondo il quale lo sfruttamento borsistico d'informazioni riservate dovrebbe essere punito per la sua immoralità. In particolare negli Stati Uniti, il primo paese che ha adottato una normativa *anti-insider*, le prime interpretazioni giurisprudenziali considerano la condotta in esame come un atto fraudolento attraverso cui alcuni soggetti più informati si procurano profitti a danno degli investitori meno informati (*fraud theory*). Tale teoria viene interpretata sotto due differenti approcci. In base ad una prima interpretazione tra l'*insider* e la società intercorre un rapporto fiduciario, in capo all'*insider* è dunque ravvisabile un obbligo di buona fede che consiste nell'astensione dal compiere operazioni borsistiche sulla base di notizie apprese nell'esercizio delle sue funzioni all'interno della società. Il secondo approccio conosciuto come *misappropriation theory*, ricomprende tra i soggetti perseguibili, in base alla disciplina in materia d'*insider* non solo i soggetti legati da un rapporto fiduciario con la società ma qualunque soggetto in possesso di tali informazioni;

²² KEYNES, *General theory of Employment, Interest and Money* 1936 (Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta), Torino, 1971, 345.

²³ MANOVE, *The Harm from Insider Trading and Informed Speculation*, in "Quarterly Journal of Economics", 1989, 104 ss.

in altre parole, gli *insiders* sono punibili perché utilizzano a loro vantaggio notizie che hanno ottenuto indebitamente dalla società. Altra tesi interessante, anche se criticata sotto il piano giuridico, è quella che afferma l'esistenza di un diritto di proprietà o di un altro diritto reale da parte della società sull'informazione privilegiata, intesa come bene immateriale come l'invenzione o l'innovazione tecnologica. Come innanzi affermato la tesi secondo cui l'informazione privilegiata sia un bene immateriale non è unanimemente accolta, in quanto manca nell'informazione almeno una degli elementi essenziali che contraddistinguono la categoria dei beni immateriali: la possibilità di un integrale contemporaneo godimento, ossia la circostanza per cui il bene può soddisfare l'interesse di chiunque senza che il godimento da parte di un soggetto interferisca sulla possibilità di utilizzazione dell'altro. Al contrario l'informazione è un bene effimero, la cui rilevanza si esplica in un arco di tempo più o meno circoscritto e che non è suscettibile di un godimento generalizzato se non a condizione di perdere la sua oggettiva incisività: l'indebita interferenza di estranei comporta lo svuotamento del contenuto dell'informazione e, quindi, la perdita del suo potenziale economico.

6. Le pratiche ricondotte all'*insider trading*

Tra le pratiche più frequenti d'*insider trading*, la letteratura italiana ricomprende il *front running*, lo *scalping*, il *tipping* e il *tuyautage*²⁴.

Si tratta d'*insider trading* di c.d. seconda generazione in merito ai quali si pose in passato il problema della punibilità delle condotte poste in essere.

Il *front running* è la prassi dell'operatore, che agisce per conto di terzi, di avvalersi di un'informazione privilegiata che "è rappresentata dalla prossima immissione nel mercato di un ordine di acquisto o di vendita, idoneo ad influenzare il prezzo di uno strumento finanziario"²⁵. Questa pratica è normalmente considerata censurabile in quanto la condotta del *front runner* assume una valenza pregiudizievole per il mercato. Lo *scalping* consiste, invece, nel compiere operazioni sfruttando l'informazione creata dall'agente stesso o da un suo legittimo dante causa²⁶, mediante il consiglio che lo *scalper* rivolge ai terzi di acquistare o vendere un certo valore mobiliare. Come esempio in letteratura si cita il caso

²⁴ GALLI, *La disciplina Italiana in tema di abusi di mercato*, op., cit. 54.

²⁵ Questa nozione è fornita dalla CONSOB nel riquadro "T" della propria *Relazione* per l'anno 2002, rinvenibile nel sito ufficiale della CONSOB.

²⁶ Tale differenza è particolarmente sottolineata dalla dottrina tedesca SANGIOVANNI, *L'attuazione della direttiva sull'*insider trading* nel diritto tedesco*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2000, I, 540 ss.

del giornalista che compri, il giorno prima dell'apparizione della propria rubrica finanziaria, le azioni che il medesimo consiglia ai lettori di acquistare nella rubrica da lui curata.

Con riguardo all'inquadramento dello *scalping* nel novero delle pratiche d'*insider trading* occorre dar conto della divergenza di opinioni esistenti in dottrina. Secondo un illustre studioso, la condotta dovrebbe considerarsi penalmente irrilevante sotto il profilo dell'abuso d'informazioni privilegiate: infatti se la raccomandazione è fornita ad un pubblico esteso, le operazioni successivamente compiute dallo *scalper* non possono ritenersi avvenute sulla base di una informazione privilegiata²⁷.

Diversamente per altra tesi, tale condotta dovrebbe essere sanzionabile, anche alla luce dell'analisi condotta dai commentatori nordamericani²⁸

Tra le altre pratiche ricondotte all'*insider trading* rientrano il *tipping* e il *tuyautage*, tali pratiche pongono in risalto la nozione di *insider trading* secondario. Con questa formula s'indica il fatto commesso da chi, a qualunque titolo, si trova a detenere l'informazione riservata senza che essa sia stata acquisita in virtù della partecipazione al capitale o di un incarico societario o dello svolgimento di un lavoro, funzione, professione o ufficio (sono, questi ultimi, i c.d. *insider* primari).

Nello specifico gli *insider* talvolta danno vita a una sorta di catena informativa, che allarga il numero di persone poste al corrente dell'informazione privilegiata o che sono nella condizione di poter sfruttare detto vantaggio informativo. Anticipando quanto si dirà più approfonditamente circa la normativa di riferimento, nei confronti del soggetto individuato come *insider* secondario trovano applicazione i medesimi divieti che gravano sull'*insider* primario: il divieto di negoziazione, il divieto di comunicare l'informazione privilegiata ad altri (il c.d. *tipping*), nonché il divieto di raccomandare ad altri di compiere operazioni in titoli basandosi sulle informazioni privilegiate di cui si sia in possesso (il c.d. *tuyautage*).

Secondo l'art. 4 della direttiva sugli abusi di mercato, il cui disposto è stato ripreso in modo sostanzialmente pedissequo dalla normativa italiana (art. 187-bis, comma 4, TUF), i divieti devono trovare applicazione, oltre che per gli *insider* primari, anche nei confronti di qualsiasi persona in possesso di informazioni privilegiate, che conosce o dovrebbe conoscere, in base all'ordinaria diligenza, il carattere privilegiato della notizia. Questa

²⁷ SEMINARA, *Le responsabilità penali connesse all'intermediazione finanziaria on line* in Banca, Borsa, Titoli di credito, 2000, I, 449 ss.

²⁸ In materia s'indica la vicenda trattata dalla monografia di WOLFSON, *Corporate first amendment rights and the SEC*, Greenwood Publishing book, 150, relativo ad un caso in cui la SEC ha ritenuto che il comportamento di un giornalista che aveva acquistato azioni prima della pubblicazione della propria rubrica di consigli finanziari fosse sanzionabile.

nuova nozione di *insider* secondario sembra averne ampliato l'estensione, così allargando l'ambito di operatività dei divieti che su di esso gravano (in linea con quanto avviene per l'*insider* primario); in precedenza, infatti, l'*insider* secondario veniva individuato non già in quanto in consapevole possesso di una informazione privilegiata, bensì in quanto consapevole che l'informazione fosse riconducibile, direttamente o indirettamente, ad un *insider* primario²⁹.

In particolare, nel *tipping*, l'*insider* detto *tipper* comunica ad un terzo il *tippee* l'informazione privilegiata senza che, a causa delle ragioni sottostanti detta comunicazione, consegua per il terzo la possibilità di un uso legittimo dell'informazione³⁰. Se il destinatario del *tip* non fa uso dell'informazione, la vicenda per lui può chiudersi qui; se invece il *tippee* in qualche modo usi l'informazione egli potrà ritrovarsi nella posizione di *tipper trader* ogniqualvolta compia operazioni sulla base dell'informazione oppure di *second generation tipper*, se egli rilevasse ad altri l'informazione e allora si parla di *sub-tipping* o di fornitore di un *tuyau*.

Con il termine di origine francese *tuyautage* (letteralmente "intubamento") ci si riferisce alla situazione in cui l'*insider* fornisce un consiglio o una raccomandazione a comportarsi in un certo modo: comperare o vendere o compiere un'altra operazione precisata avente ad oggetto un determinato strumento finanziario. Rispetto alle condotte di *tipping*, il *tuyautage* non presuppone lo svelamento delle informazioni privilegiate, che rimangono nell'ambito del processo volitivo dell'agente, che in ogni caso sulla base di esse fonda il proprio comportamento³¹. Deve poi sottolinearsi la differenza tra la fattispecie esaminata e l'*insider non trading*. Tale pratica consiste, infatti, nel raccomandare o indurre altri a "non" compiere operazioni concernenti strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate. A livello normativo anticipando alcune considerazioni che saranno svolte nell'apposito capitolo è opportuno specificare che la condotta di *tuyautage* è contemplata dall'art. 184, primo comma, lett. c) nel TUF, non sembra possibile estendere il medesimo divieto all'*insider non trading*; in quanto la norma si riferisce espressamente alla condotta di chi raccomanda o induce altri, sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di una operazione di *trading*. Ne consegue che un'applicazione estensiva configgerebbe con il divieto di analogia in *malam partem* esistente in materia penale.³²

²⁹ Rilevanti in materia è l'art.187-bis del TUF che recita "(...) La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti".

³¹ ZANOTTI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, op., cit. 21.

³² SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit. 136.

7. La manipolazione del mercato e le prassi di mercato vietate

L'art. 180 del TUF fornisce la nozione di manipolazione di mercato facendo riferimento alla condotta di chi diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

La manipolazione del mercato consiste, pertanto, nella manipolazione dei prezzi o almeno di fattori atti ad influire sui prezzi di quei beni (strumenti finanziari per quanto di interesse nella presente sede) trattati in un certo mercato, alterando il corso naturale del mercato stesso.

La manipolazione del mercato (*market manipulation*) costituisce dunque una condotta che pregiudica la funzione allocativa del mercato degli strumenti finanziari con ripercussioni sul regolare processo di formazione dei prezzi. In termini economici, infatti, i comportamenti manipolativi incidono direttamente sulla funzione segnaletica fornita dai prezzi su cui vengono orientate le scelte di investimento e di allocazione sia delle risorse che dei rischi degli operatori economici.

Ricordando che il prezzo di un bene rappresenta il valore in cui l'incrocio tra la domanda e l'offerta sono in equilibrio e l'efficienza informativa dei mercati consiste nel grado in cui i prezzi riflettono l'informazione disponibile: "non vi è dubbio che l'alterazione dei prezzi dei titoli produce una distorsione dell'insieme dell'informazioni che va a sua volta, ad incidere sullo stesso processo di formazione dei prezzi e così sarà meno probabile che essi riflettono il reale valore"³³.

La stessa teoria dell'*Efficient Capital Markets Hypothesis* distingue a tal proposito il livello di efficienza del mercato dei capitali in forte, se i prezzi esprimono tutta l'informazione esistente, (anche quella privata non ancora resa pubblica), semiforte se i prezzi esprimono solo l'informazione pubblica, e debole se l'informazione riguarda i precedenti prezzi di mercato³⁴.

Non tutte le potenziali alterazioni delle funzioni del mercato sono illecite: lo saranno quelle condotte che volutamente sono tese a produrre una modificazione dei prezzi degli strumenti finanziari ed a distorcere il regolare sistema di scambi. Ne consegue che la condotta manipolativa dovrà essere oggettivamente idonea a compromettere ed alterare il corretto funzionamento del mercato.

³³ SALERNO, *I fenomeni di market abuse: la disciplina dell'aggiotaggio sugli strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria*, in *Rivista penale*, 3/2004, 297.

³⁴ FAMA, *Efficient Capital Market, a Review of theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, 383 ss.

Secondo la dottrina³⁵ la manipolazione del mercato può atteggiarsi in due modi: (i) si può avere la manipolazione effettuata mediante diffusione di notizie difformi alla realtà (ii) si può avere manipolazione in presenza di condotte che possono consistere in operazioni che producono i loro effetti ultimi sul prezzo del bene oggetto delle medesime, oppure in azioni o omissioni riguardante l'ambito informativo ma pur sempre destinate ad incidere sul prezzo.

Nella prassi di mercato si registrano esemplificazioni di operazioni simulate mutuamente dall'esperienza pratica nordamericana (e dai sistemi di *commow law* in genere); in particolare si procede alla seguente tripartizione: *information based manipulation*, *action based manipulation* e *trade based manipulation*.

La distinzione tra le pratiche di manipolazione del mercato in esame è stata efficacemente delineata dalla dottrina americana³⁶.

L'*information based manipulation* consiste nella diffusione, con qualsiasi mezzo, di notizie false, ma apparentemente degne di credito e pertanto idonee a influenzare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari.

L'*action based manipulation* invece è data da una serie di operazioni che simulano un comportamento di effettivo trasferimento di strumenti finanziari allo scopo di alterarne il prezzo ovvero di creare l'apparenza di un mercato attivo.

L'*action based manipulation* e l'*information based manipulation* spesso in pratica vengono a combinarsi potenziando gli effetti delle alterazioni inizialmente indotte.

Altra condotta è la *trade based manipulation* che si verifica quando vengono manipolati i prezzi attraverso una serie di operazioni effettive realizzate sul mercato, poste in essere con finalità ingannatorie. L'individuazione dei confini tra questa condotta manipolativa e le attività lecite risulta pertanto estremamente difficoltosa, dal momento che, a differenza dell'*action based manipulation*, la *trade based manipulation* si sostanzia in scambi effettivi e non apparenti.

L'esempio classico di *trade based manipulation* riportato dalla manualistica è quello della creazione di una bolla speculativa: si effettuano degli acquisti in modo da provocare un aumento di uno strumento finanziario, producendo negli investitori la sensazione di un andamento via via crescente. Mentre i prezzi continuano a crescere per effetto degli acquisti dei *followers*³⁷ convinti dei motivi che giustificano il *trend* crescente, il

³⁵ SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit.136.

³⁶ ALLEN-GALE, *Stock Price Manipulation*, in *The Review of Financial Studies*, 1992, 230.

³⁷ I *followers* possono distinguersi in due categorie:

- coloro che nella fase iniziale della *trade based manipulation* possiedono già i titoli interessati dalla condotta manipolativa e che vendono per realizzare la plusvalenza generatasi dall'aumento delle quotazioni;

manipolatore vende i titoli in precedenza acquistati al fine di sfruttare il successivo ribasso dei costi.

Anticipando concetti che verranno approfonditi successivamente, si osserva che rispetto alle manipolazioni a contenuto non informativo si presentano le problematiche maggiori in tema di repressione. Permane, infatti, il dibattito rispetto a quelle ipotesi in cui la manipolazione di mercato sia effettuata tramite condotte di per sé lecite.

- coloro che non possiedono i titoli oggetto di manipolazione e che, imputando l'aumento dei corsi ad un probabile abuso di informazioni privilegiate da parte di taluni investitori, acquistano per trarre profitto dal differenziale fra il basso prezzo di acquisto e il più alto prezzo della successiva vendita.

CAPITOLO II

EUROPA: CONTENUTI PRINCIPALI E OBIETTIVI DELLE DIRETTIVE E DEL REGOLAMENTO CE

1. *Introduzione al capitolo*

Prima di esaminare le fattispecie penali introdotte nel nostro ordinamento a seguito del recepimento della disciplina comunitaria, nonché le nuove proposte attualmente in corso di esame da parte della Commissione dell'Unione Europea, occorre soffermarsi sulla struttura e sul contenuto delle Direttive e del Regolamento da cui discendono le attuali norme, presenti nel nostro sistema ordinamentale. La Direttiva 6/2003 si pone, infatti, come disciplina quadro, demandando alle Direttive di “livello2” – le quali sono adottate dalla Commissione previa consultazione con il CESR, secondo la disciplina *Lamfalussy* – le misure di esecuzioni “non essenziali”. Pur tuttavia il sistema comunitario viene ad inquadrare in maniera piuttosto rigida l'intervento dei legislatori nazionali per lo meno nei risultati che gli stessi devono perseguire. In tale ambito è pertanto necessario individuare l'effettivo margine di discrezionalità a disposizione dei legislatori degli Stati membri ed i principi a cui i medesimi devono attenersi.

2. *La Direttiva 89/592/CEE e l'humus di sviluppo delle direttive europee*

La decisione di vietare l'*insider trading* e in generale le condotte manipolatrici di mercato appare nell'esperienza europea solo alla fine degli anni 80, sulla falsariga degli Stati Uniti³⁸. Invero la volontà di precludere le condotte distorsive del mercato aveva avuto i primi precedenti nell'ambito europeo, solo nel Regno Unito ed in Francia³⁹, tuttavia l'idea di sanzionare penalmente l'utilizzo di informazioni privilegiate era tra gli Stati membri al

³⁸ In realtà le origini della normativa a tutela del pubblico risparmio si rinvengono nelle c.d. *blue sky laws* approvate dai singoli Stati Americani nei primissimi anni del 900, con cui si mirava alla tutela del risparmiatore nei confronti di società, che avevano quale unico scopo la vendita di titoli o di lotti edilizi nell'azzurro del cielo.

³⁹ Un'analisi esaustiva sulla situazione – prima dell'attuazione delle Direttive in tema di *market abuse* – della normativa nazionale di un cospicuo numero di Stati, prevalentemente europei risulta dal rapporto OICV-IOSCO (acronimo di “*International Organization of Securities Commission*”) *Insider trading How Jurisdiction Regulate it*, reperibile in www.iosco.org.

centro di un aspra *querelle* anche in considerazione del non del tutto sopito dibattito patrocinato dalla Scuola di Chicago circa la stessa opportunità di punire le predette condotte. Come si ricorderà secondo gli esponenti della Scuola di Chicago l'*insider trading*, lungi da essere una condotta distorsiva della concorrenza appresta un fondamentale contributo all'efficienza del mercato in quanto le operazioni degli *insiders* possono rappresentare un canale attraverso il quale le informazioni riservate giungono sul mercato e vengono gradualmente incorporate nei prezzi che vi si formano.

Il legislatore europeo rigetta le predette argomentazione, adottando nel 1989 la Direttiva 89/592/CEE, mediante il quale gli Stati membri s'impegnano a sanzionare efficacemente le condotte d'*insider trading*. L'Unione Europea, in tal modo fa propria la più rilevante tra le tesi contrarie: quella cioè per cui un atteggiamento permissivo determinerebbe la perdita di fiducia da parte dei risparmiatori circa il corretto funzionamento del mercato e li indurrebbe ad allontanarsene, privandolo della necessaria liquidità e perciò danneggiando tutti gli operatori che ad esso ricorrono per il finanziamento delle proprie attività. La Direttiva nasceva quindi essenzialmente per dare garanzie ai risparmiatori circa l'equo funzionamento del mercato. Tuttavia è significativo il fatto che essa fin dal preambolo – ove si richiama e si precisa l'attività di taluni operatori del mercato mobiliare, in particolare gli analisti finanziari – si proponesse di equilibrare questa finalità con la salvaguardia delle attività professionali di ricerca ed elaborazione delle informazioni, che all'efficacia del mercato danno un fondamentale contributo e che non vanno in alcun modo confuse con lo sfruttamento di informazioni acquisite unicamente in virtù di un vantaggio di posizione, qual è quello dell'*insider*.

Per comprendere la necessità di adottare la Direttiva 6/2003/CE, recepita in Italia con l. n. 62/2005⁴⁰, la quale costituisce la disciplina quadro in materia di *market abuse*, appare necessario capire il contesto europeo e la *ratio*, secondo il legislatore comunitario, alla base della repressione degli abusi di mercato. L'esigenza di una nuova regolamentazione comunitaria atta a contrastare la manipolazione dei mercati era auspicata dal Piano d'Azione per i servizi finanziari sin dal 1999 e dal Rapporto *Lamfalussy* sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, che prevedeva l'introduzione di una nuova tecnica legislativa fondata su un approccio a quattro livelli: principi generali, applicabili alla materia, misure di attuazione, cooperazione ed *enforcement*, ovverosia la vigilanza sul rispetto delle norme.

⁴⁰ Intitolata "recepimento della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso d'informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato – abusi di mercato – e delle direttive della Commissione di attuazione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE".

Il Consiglio Europeo di Lisbona aveva, poi, fissato come data limite, per completare l'integrazione dei mercati finanziari, il 2005. Il Consiglio Europeo di Stoccolma aveva invece stabilito che si dovesse giungere ad un mercato dei valori mobiliari integrato entro il 2003, dando priorità alla legislazione in materia di mercati dei valori mobiliari. Secondo le raccomandazioni del rapporto *Lamfalussy*, si rendeva, infatti, necessario un adeguamento alle nuove prassi di mercato alle nuove norme regolamentari per garantire il rispetto della trasparenza e della certezza giuridica del mercato dei valori mobiliari. Tale quadro è stato ulteriormente complicato dagli avvenimenti dell'11 settembre i quali, secondo il legislatore comunitario, alla luce di quanto si legge nel preambolo della Direttiva 6/2003, hanno identificato l'assioma abusi di mercato e terrorismo, avvertendo che gli abusi di mercato possono configurare un ulteriore aspetto di una strategia terroristica di destabilizzazione generale. Il contesto in cui si sviluppa l'idea di elaborare una Direttiva unitaria in materia di abusi di mercato è quello in cui si configura un quadro giuridico incompleto e non armonizzato a livello europeo. A livello degli Stati membri si ravvisa, infatti, una moltitudine di norme e i requisiti giuridici e definatori degli abusi di mercato variano secondo gli ordinamenti. Queste differenze determinano distorsioni concorrenziali sui mercati finanziari. La Direttiva 89/592/CEE non è stata, correttamente, considerata sufficiente dal legislatore europeo, la stessa è infatti finalizzata esclusivamente alla prevenzione delle informazioni privilegiate e si è dimostrata carente sotto l'aspetto contenutistico per fronteggiare le frodi finanziarie transfrontaliere, soprattutto quelle operate tramite strumenti informatici. Sotto quest'ultimo aspetto emerge pertanto l'incompletezza della Direttiva 89/592/CEE. Per apprezzare i risvolti pratici della questione la letteratura in materia si sofferma su un caso che se si fosse verificato attualmente sarebbe caduto sotto l'ambito di applicazione della Direttiva 6/2003 e che invece i giudici greci, sotto la cui attenzione fu portato fecero rientrare con evidente forzatura nell'ambito della Direttiva 89/592/CEE. Nella vicenda erano, infatti, coinvolti *corporate insider* i quali avevano effettuato una manipolazione sostenendo, con operazioni di segno opposto, il prezzo delle azioni della società. In sintesi si trattava di un tentativo di stabilizzazione per fini privati. I giudici greci avevano qualificato come informazione, il consiglio del consulente della società a procedere alle suddette operazioni e la stessa decisione di seguire tale consiglio da parte dell'*insider*. Come si ravvisa *ictu oculi* in tale vicenda non esiste un'informazione privilegiata, ma semmai uno schema manipolativo⁴¹.

⁴¹ Cfr. Corte di Giustizia delle Comunità Europee 10 maggio 2007, causa C-391/04 in *Guida al Dir. – Diritto Comunitario e Internazionale*, luglio – agosto 2007, n. 4, 41 e ss., con nota di MALAGUTTI, *Un comportamento che ora sarebbe colpito dalla direttiva sugli abusi di mercato*.

La necessità di adottare una disciplina armonizzata della materia degli abusi di mercato si deve tuttavia, come si è avuto modo di accennare al capitolo I, all'evoluzione del mercato finanziario avvenuta tra la fine degli anni 80 e l'inizio del nuovo millennio. Il mercato finanziario nel predetto lasso di tempo è divenuto testimone dei mutamenti della società e del sistema produttivo: da mercato come relazione spaziale si passa a mercato come insieme di relazioni tra persone che desiderano scambiare beni a determinate condizioni. Tale concetto subisce un'ulteriore evoluzione a seguito dell'applicazione delle tecnologie informatiche all'attività di negoziazione (borsa telematica), consentendo agli operatori di negoziare titoli in regime di indifferenza delle contropartite. Il mercato finanziario acquista allora una nuova funzione non è solo il luogo in cui "si maneggia denaro, ma è soprattutto il luogo, dove si maneggiano informazioni"⁴². Uno dei motivi che rendono l'informazione più importante nell'ambito dei mercati finanziari di quanto non sia in altri mercati, è la tipicità dei beni scambiati: i prodotti finanziari, sono prodotti la cui definizione ed il cui contenuto si esauriscono in una serie di situazioni giuridiche. "Chi acquista o vende un prodotto finanziario non negozia un bene dotato di un'utilità finale, di un valore d'uso e la cui definizione sia garantita sulla base di altre fonti di conoscenza. Le caratteristiche del bene sono interamente determinate dal contratto e non dalla realtà merceologica del bene stesso"⁴³.

3. La Direttiva n. 6/2003

La Direttiva in esame è sicuramente innovativa sia in tema di presa di coscienza su scala europea degli sviluppi avvenuti nell'ambito dei mercati finanziari, sia per quanto concerne le prassi di abusi di mercato invalsa nei vari paesi, che la Direttiva si propone di reprimere. La nuova direttiva 6/2003 ha dunque quale principale obiettivo quello di incrementare il livello di trasparenza nei mercati finanziari, in particolare attraverso l'imposizione di obblighi comportamentali ed organizzativi ai soggetti che hanno accesso alle informazioni rilevanti. Come si legge dal Considerando n. 15 della Direttiva medesima, infatti, l'abuso d'informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti i soggetti economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati. Dalla lettura del testo

⁴² FLICK, *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici*, in *Note a margine della Questione Europea*, suppl. al n. 4 della *Rassegna dell'Arma dei Carabinieri*, 1992, 43. Dello stesso Autore, sull'argomento: *Informazione bancaria e giudice penale: presupposti di disciplina. Problemi e prospettive*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1988, I, 441 ss.

⁴³ COSTI, *Informazione e mercato*, in *Banca Impresa e Società*, 1989, 209.

della Direttiva emergono gli obiettivi perseguiti dal legislatore comunitario tra questi rilevano: (i) l'introduzione di un'uniforme regolamentazione del fenomeno informativo che faciliti l'operatività transfrontaliera degli operatori ed accresca la fiducia degli investitori nei mercati; (ii) la predisposizione di una disciplina dell'informazione che, prevenendo abusi e manipolazioni, garantisca l'integrità del mercato finanziario; (iii) l'introduzione di una regolamentazione organica che intervenendo su una pluralità di aspetti e con una pluralità di strumenti assicuri una corretta produzione, gestione e diffusione di quelle informazioni essenziali per un aumento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari.

Tra gli obiettivi che la Direttiva persegue vi è dunque quello dell'integrità dei mercati, termine che denota un maggior realismo circa l'approccio con il mercato, più lontano dalla terminologia astrattamente egalitaria della Direttiva 589/89/CEE, la quale faceva riferimento al concetto più evanescente di buon funzionamento. Si deve, infatti, notare che l'uso di termini impropri o di concetti evanescenti legati ad ordinamenti extra-giuridici rende difficile la trasposizione degli stessi nell'ambito nazionale, soprattutto allorché i medesimi debbano trovare una protezione nell'ambito penale. Il concetto d'integrità dovrebbe pertanto ricevere un'interpretazione non meramente formalistica o filosofica come sinonimo di un giusto equilibrio tra gli operatori del mercato, quanto sotto un profilo economico. Ciò consente all'interprete l'ancoraggio di tale terminologia sotto leggi esatte o statistiche⁴⁴.

Nell'esame della Direttiva appare in primo luogo necessario soffermarsi su quelle norme di carattere programmatico che sono i Considerando, i quali sono funzionali a una corretta interpretazione del sistema e del contenuto del testo. La Direttiva presenta ben 44 Considerando, su alcuni di essi è necessario soffermarsi. Il Considerando n. 2 fissa gli obiettivi della Direttiva individuati "nell'integrità dei mercati finanziari e nella fiducia del pubblico" negli stessi. Sulla stessa linea si collocano i Considerando nn. 12 e 43 che ribadiscono i medesimi principi. Tuttavia come già anticipato, ad onta della dottrina economica più tradizionale, illustrata nel Capitolo I, è stato eliminato il riferimento agli evanescenti principi del *market egalitarianism* e dell'*equal access* presenti nella Direttiva 589/89/CEE. L'eliminazione dei predetti principi non deve tuttavia essere interpretata nel

⁴⁴ Un'argomentazione contraria a quanto affermato non può essere sostenuta facendo riferimento al Considerando n. 43 che sottolinea il perseguimento di un fine di "parità", con tale termine, infatti, non si intende eguaglianza informativa. Del resto ciò è dimostrato dal Considerando n. 25 allorché fa riferimento al termine di equità in senso essenzialmente tecnologico e non normativo. L'impostazione illustrata è confermata anche dalla relazione di accompagnamento alla proposta di Direttiva n. 6 del 30 maggio 2001 [COM(2001)281 definitivo, 2001, 0118(COD)]. Quanto sostenuto ha ricevuto ulteriore avvallo normativo dalla Direttiva 2004/39/CE che ha come destinatari le imprese d'investimento, quindi gli intermediari. La sezione 3 dell'atto normativo da ultimo citato è intitolata "*Trasparenza ed integrità del mercato*", senza che vi sia alcun riferimento all'eguaglianza tra gli investitori.

senso che il legislatore europeo abbia inteso restringere il campo di applicazione della Direttiva 6/2003, al contrario il medesimo ha verosimilmente voluto escludere questioni generali riguardanti la legittimità di per sé dell'attività degli analisti finanziari nonché qualsiasi giudizio di disvalore rispetto a tutti i casi in cui il vantaggio informativo sia legittimo come conseguenza di un'opera di ricerca ed elaborazione. Altro Considerando degno di nota è il n. 12 che equipara espressamente l'*insider trading* e la *market manipulation* sotto il duplice piano della natura di dette pratiche e delle finalità perseguite.

I Considerando n. 15 e n. 43 evidenziano anche l'esigenza e l'obbiettivo della "trasparenza del mercato". Si sottolinea fin da ora come i rapporti tra gli obiettivi di informazione e di tutela dell'integrità del mercato siano strettamente connessi di modo che una loro netta separazione si deve ritenere impossibile. Con maggior sforzo esplicativo è possibile affermare che il concetto di trasparenza sia funzionale rispetto quello d'integrità del mercato di modo che i due termini sono strettamente funzionali ma non costituiscono una endiadi. Sarà pertanto trasparente il mercato privo di abusi e sarà integro il mercato che non sia alterato da condotte manipolative. Infine a chiusura si possono citare i Considerando n. 38 e n. 39 che si rivolgono ai legislatori nazionali, sottolineando la necessità che le sanzioni contro gli abusi di mercato siano "sufficientemente dissuasive" rispetto a quanto può conseguire chi viola le norme dotate di una certa omogeneità nei vari Paesi membri.

4. *La struttura della Direttiva*

La Direttiva è composta di ventidue articoli, è opportuno brevemente soffermarsi sulle disposizioni maggiormente significative. Le definizioni sono contenute nell'art. 1, fra queste vi è quella d'informazione privilegiata, delineata in modo da ricomprendere anche il *front running* e le condotte di "manipolazione del mercato". Per "informazione privilegiata" s'intende un'informazione che abbia un carattere preciso, che non sia stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi. Per "manipolazione del mercato" s'intendono: (i) le operazioni o gli ordini di compravendita che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli

ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione; (ii) le operazioni o gli ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente; (iii) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti⁴⁵.

Sotto il profilo concettuale occorre notare come per la *market abuse* si sia adottato un criterio almeno formalmente definitorio, mentre per l'*insider trading* e le pratiche ad esso assimilate, si è preferito procedere ad illustrare più condotte sotto un profilo soggettivo, ancorché detti comportamenti assumano valenza vietata solo in presenza dell'informazione privilegiata. Si tratta in entrambi casi di concetti aventi una natura sufficientemente flessibile e variabili, al fine di rendere possibile includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazioni di mercato.

L'*insider trading* e le condotte assimilabili sono regolate negli artt. da 2 a 4, secondo il seguente ordine espositivo:

1. l'art. 2 prevede che il divieto di *insider trading* valga sia per le persone fisiche che per quelle giuridiche. La scelta dei destinatari mette in luce l'opzione del legislatore comunitario di costruire illeciti comuni, in luogo di quelli c.d. propri. Ciò in netto contrasto con quanto usa fare il legislatore penale (nazionale) nella costruzione di fattispecie penali tecniche, come quelle relative agli abusi di mercato, i quali consistono sempre in reati c.d. propri. Risulta interessante l'articolazione della disposizione *de quo*, si prevede, infatti, che gli Stati membri vietano alle persone, di cui al secondo comma del medesimo articolo, che dispongono di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere,

⁴⁵ In relazione alle definizioni sopra riportate, la Direttiva fornisce i seguenti esempi: (i) il comportamento di una persona o di più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sulla offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario che abbia l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o altre condizioni commerciali non corrette; (ii) l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato, con l'effetto di ingannare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di chiusura; (iii) l'avvantaggiarsi di un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione su quello strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi.

per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono. Degna di nota è la locuzione “per conto di terzi”, in quanto con essa si ritiene irrilevante qualsiasi finalità di interesse dell’agente nelle condotte censurate. Ciò al fine di introdurre una responsabilità di più ampio spettro. La locuzione tiene conto dei recenti casi giudiziari in cui sovente non si ravvisa un vantaggio diretto per il soggetto agente⁴⁶. Tale precisazione è utile in quanto consente di ribadire che le norme che sanzionano gli abusi di mercato hanno una funzione piuttosto che repressiva, preventiva di orientamento delle condotte anche in considerazione della natura asimmetrica delle relazioni. Per tali ragioni il medesimo articolo equipara il tentativo alla condotta consumata;

2. il raccordo fra gli artt. 2 e 3 è costituito dall’art. 4 con cui si vietano le pratiche di *tipee*, *trading*, *sub tipping* e di *tuyautage* effettuata dai *tipee*, o comunque da qualsiasi altra persona che disponga di informazioni privilegiate conoscendo o colposamente non conoscendo la natura privilegiata.

Il divieto di *market manipulation* è oggetto dell’art. 5 ma tale articolo deve necessariamente raccordarsi con l’art. 1, che indica in forma aperta tre gruppi di pratiche manipolatorie sopra definite:

1. “operazioni”, si tratta di un concetto ampio utilizzato propriamente dal legislatore comunitario al fine di dare valenza al dato sostanziale piuttosto che a quello formale. L’attenzione della Direttiva si concentra, infatti, sui due effetti propri della manipolazione: il primo solo potenziale consistente nel “fornire indicazioni false ovvero fuorvianti”, il secondo avente ad oggetto la fissazione “di prezzi ad un livello anormale o artificiale”.
2. “operazioni” che utilizzano artifici o ogni altro tipo d’inganno o espediente;
3. “diffusione di informazioni” con un effetto anche potenziale, di fornire “indicazioni false ovvero fuorvianti”. Fra esse sono incluse “la diffusione di notizie incontrollate o

⁴⁶ Il riferimento è al caso *Dirks* [*Dirks v. SEC* (1983)] esaminato dalla Supreme Court. *Dirks* funzionario di una società d’intermediazione specializzata nel fornire analisi d’investimento relative a società di assicurazioni, fu contattato da un *ex* funzionario della *Equity Funding of America*, tale *Secrist*. *Dirks* fu informato del fatto che la situazione patrimoniale della assicuratrice era sopravvalutata a cagione di manovre fraudolente effettuate dall’interno della società. Invitato da *Secrist* ad indagare sulla vicenda e a pubblicizzarne i risultati, *Dirks* ottenne conferme delle accuse di *Secrist* da parte di alcuni dipendenti della *Equity*. Durante lo svolgimento delle proprie indagini *Dirks* informò alcuni dei propri clienti ed altri investitori, i quali cedettero i propri titoli della *Equity* per un valore complessivo superiore a 16 milioni di dollari. Al termine delle indagini e delle “rivelazioni” di *Dirks* i titoli della *Equity* erano scesi da 26 a 15 dollari. Ebbene, i giudici di ultima istanza, ribaltando il verdetto di appello, esclusero tra l’altro la responsabilità dell’imputato, poiché mancando un guadagno personale da parte dell’*insider* non c’era stata alcuna violazione degli obblighi dovuti a favore degli azionisti.

di informazioni false ovvero fuorvianti” sussistendo almeno la colpa del soggetto attivo.

Si deve ricordare altresì l'art. 6 il quale crea un autentico “*sistema di disclosure*”. Con una disposizione diretta agli Stati, si prevede che quest'ultimi dispongano che gli emittenti di strumenti finanziari comunichino al pubblico al più presto le informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti stessi. In materia è riconosciuto alla Commissione dell'Unione Europea il potere di dettare misure di “livello 2” di esecuzione della Direttiva. Alcune precisazione sono necessarie relativamente all'ambito di applicazione della Direttiva, anche al fine di comprendere le relazione tra quest'ultima e il Regolamento 2273/2003 nel prosieguo illustrato. Le disposizioni della Direttiva si applicano ad ogni strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato di almeno uno Stato membro, o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in detto mercato, a prescindere dal fatto che le operazioni di negoziazione abbiano o meno effettivamente luogo in tale mercato.

La Direttiva invece non si applica *ex art. 7* alle operazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica dei cambi o alla gestione del debito pubblico effettuate da uno Stato membro, dal Sistema europeo di banche centrali, da una Banca centrale nazionale o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, ovvero da qualsiasi persona che agisca per conto degli stessi. Gli Stati membri possono estendere detta esclusione ai loro Stati federati o ad autorità locali analoghe per quanto attiene alla gestione del debito pubblico di questi ultimi. Inoltre i divieti imposti dalla Direttiva non si applicano né alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie né alle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni del Regolamento n. 2273/2003 (art 8).

Particolarmente rilevante è poi l'art. 14 che consente agli Stati di impiegare sanzioni penali piuttosto che sanzioni amministrative in presenza di violazioni delle disposizioni nazionali di esecuzione della disciplina comunitaria. Come sempre in materia di sanzioni penali, considerato la limitata competenza del legislatore comunitario a fronte della sovranità nazionale degli Stati, si prevede solo un obbligo di risultato compendiato nell'obbligo di previsione di misure efficaci, proporzionate e dissuasive.

La possibilità degli Stati in materia sanzionatoria pertanto appare circoscritta nell'ambito di tre opzioni: tutela solo amministrativa, tutela amministrativa e penale, tutela solo penale. Relativamente a tale ultima opzione giova sottolineare che la giurisprudenza ha inteso la

norma nel senso che la disciplina penale da sola non potrebbe esistere, di conseguenza occorrerebbe optare o per una duplicazione di sanzioni o solo per quelle amministrative⁴⁷. Sotto il profilo di valutazione penale, anticipando concetti che verranno approfonditi in apposita sede si può ritenere che la normativa repressiva dell'*insider trading* tenda ad introdurre un nuovo bene giuridico di carattere superindividuale quale appunto l'integrità dei mercati, essendo il mercato "luogo privilegiato di tutela del pubblico risparmio la cui fondazione costituzionale (art. 47 Cost.) costituirebbe la chiave di legittimazione dell'intervento penalistico in materia"⁴⁸. Molti sono gli autori che hanno denunciato l'apparente "inafferrabilità" di tale bene giuridico accusando la normativa comunitaria di violare essa stessa il principio di tassatività, principio generale dell'ordinamento comunitario. E' certo che una lettura più scientifica ed economica del termine potrebbe portare a superare tale dubbio di lesione al principio di tassatività (*rectius* di determinatezza).

La scelta di utilizzare le sanzioni penali ha creato complicazioni almeno per l'Italia per quanto concerne l'attuazione della Direttiva stessa. Si ricordi che la stessa si applica anche alle persone giuridiche, per le quali sono più radicate le differenze tra gli Stati in termini di loro responsabilità⁴⁹. Inoltre dovranno essere fissate le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini dell'Autorità di vigilanza. Chiude il quadro sanzionatorio l'art. 15 che valorizza il ruolo delle *Authority*, si prevede a tal fine che gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente (la CONSOB per l'Italia) possa divulgare al pubblico le misure o sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della Direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte. Le decisioni adottate dall'Autorità competente dovranno essere impugnabili di fronte ad un organo giurisdizionale.

Una precisazione appare opportuna la Direttiva non persegue solo una finalità repressiva ma anche preventiva, in tale ottica devono essere lette le esortazioni del legislatore comunitario agli operatori economici professionisti affinché gli stessi adottino misure privatistiche preventive come *grey list*⁵⁰, *window trading*⁵¹ e *chinese wall*⁵² come strumenti

⁴⁷ Cass. Sez. Un., 23 giugno - 30 settembre 2009, n. 20937. Le Sezioni Unite reputano possibile solamente in via cumulativa e non alternativo-sostitutivo, l'irrogazione di sanzioni penali in aggiunta a quelle di diritto amministrativo.

⁴⁸ MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, op., cit. 200.

⁴⁹ SANTI, *La responsabilità delle persone giuridiche per illeciti penali e illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 2006, I, 81 ss.

⁵⁰ *Grey list* sono degli elenchi di strumenti finanziari i quali subiscono restrizioni quanto alla loro negoziazione. Vi è anche chi le qualifica come "elenchi altamente confidenziali di emittenti con riferimento

complementari a migliorare i risultati di prevenzione e, se del caso, di repressione degli abusi di mercato.

5. Le Direttive di “livello 2”

Il sistema delineato dalla Direttiva 6/2003 è stato completato, nell'immediato prosieguo dalla Direttiva 2003/124/CE del 22 dicembre 2003 (recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE) per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, dalla Direttiva 2003/125/CE, di pari data, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse, entrambe da recepire entro il 12 ottobre 2004. Alle due Direttive si è aggiunto il Regolamento della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari, già vincolante per gli Stati membri. Infine rileva la Direttiva 72/2004 che si propone come normativa di ulteriore perfezionamento delineando le prassi di mercato ammesse.

6. La Direttiva 124/2003

La Direttiva n. 124 assolve una funzione chiarificatrice rispetto ad entrambe le categorie degli abusi di mercato. Ne consegue che la normativa di “livello 1” deve essere interpretata alla luce delle disposizioni adottate dalla Commissione dell'Unione Europea in tale Direttiva. Anzitutto sotto il profilo definitorio, la Direttiva in commento prevede la

ai quali l'intermediario ha informazioni privilegiate”(traduzione da un parere dello studio professionale canadese *Goodman* reperito in internet). Per adiacenza concettuale è utile ricordare anche le “*restricted list*” ossia documenti che “elencano emittenti con riferimento ai quali l'intermediario è stato effettivamente coinvolto per fornire servizi quanto ad una transazione di cui il pubblico è informato”. E' limitata l'effettuazione di transazione quanto ai valori mobiliari di emittenti indicati nella *restricted list* sulla base della teoria per cui nonostante la rivelazione al pubblico della transazione, l'intermediario possa ancora disporre di, o possa accedere a, informazioni privilegiate nel corso della transazione (ancora traducendo il parere dello studio *Goodman*).

⁵¹ *Window trading* sono finestre temporali entro le quali possono compiere operazioni nel proprio interesse soggetti, che altrimenti dovrebbero astenersi.

⁵² *Chinese wall* si tratta di procedure di separazione, se dal caso anche fisica, fra i diversi dipartimenti di qualsivoglia operatore (banche, intermediari in genere), affinché non sussista permeabilità tra chi dispone di *inside information* per le finalità di svolgimento del proprio incarico o ufficio e soggetti che invece non dispongono di dette informazioni, ma che disponendone, potrebbero farne uso, ad esempio “consigliando” i valori mobiliari a cui si riferiscono le informazioni.

sanzionabilità anche di condotte attinenti alla c.d. *soft-information*, ossia alle informazioni relative ad eventi di probabile ma non certa verificaione. Sotto tale profilo occorre sottolineare come una tale previsione mal si concili con i principi di materialità e offensività nel sistema penale, nonché con il fondamentale dettato costituzionale della presunzione di innocenza espresso nel brocardo *in dubio pro reo*, principi che valgono, tra l'altro anche per le sanzioni amministrative.

Sotto tale aspetto è rilevante anche una valutazione sotto il profilo comparatistico, il legislatore comunitario aderisce, al contrario di quello statunitense, al criterio del c.d. *total mix*. Secondo il legislatore statunitense l'informazione sarà privilegiata tutte le volte in cui, se conosciuta essa sarebbe stata considerata dal ragionevole investitore come elemento che ha significativamente alterato la combinazione totale d'informazioni a disposizione⁵³. Il testo comunitario considera invece l'informazione privilegiata anche se essa costituisce "uno degli elementi" così non rendendola cruciale per il processo decisionale dell'investitore, bensì soltanto influente. L'art. 2 fornisce poi ulteriori elementi per una migliore *disclosure* delle informazioni precisando al paragrafo 1 che la comunicazione al pubblico deve semplicemente garantire al medesimo l'accesso all'informazione, il pubblico deve effettuare poi una valutazione "completa, corretta e tempestiva" di quanto gli è comunicato.

7. La Direttiva n. 125/2003

La Direttiva n. 125/2003 si propone di disciplinare le attività di raccomandazione di strategie d'investimento purché esse non siano personali. Ciò al fine di garantire, agli investitori destinatari delle stesse, la maggior chiarezza possibile quanto ai soggetti che effettuano le medesime attività ed al valore delle stesse. La Direttiva *de qua* disciplina le regole per la presentazione obiettiva delle raccomandazioni d'investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti d'interesse. Sotto tale profilo sono state disciplinate le modalità di informativa concernenti interessi e conflitti di interesse dei soggetti raccomandati rispetto alle proprie raccomandazioni. Nell'oggetto di tale informazione ricadono anche "le barriere allo scambio d'informazioni" Come è stato correttamente rilevato questo potrebbe costituire un elemento importante per l'investitore potendo lo

⁵³ Questo standard del test di rilevanza è stato adottato anche nel Securities Act, attraverso la Rule 405, la quale fornisce un lungo elenco di definizioni e fra esse: "*The term material, when used to qualify a requirement for the furnishing of information as to any subject, limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered*".

stesso ritenere più affidabili i soggetti che elaborano le raccomandazioni disponendo entro la loro struttura di dette barriere. La Direttiva effettua una distinzione tra coloro che elaborano raccomandazioni di investimento, tenuti ad attenersi a norme più severe, e coloro che diffondono le raccomandazioni elaborate da altri. L'atto comunitario in commento affronta poi l'annoso problema del rapporto tra informazioni privilegiate ed il c.d. giornalismo finanziario. Si prevede che i giornalisti finanziari devono anch'essi attenersi a determinati principi generali nonostante la Direttiva contempli delle misure di tutela e consenta il ricorso a dei meccanismi di autoregolamentazione, al fine di stabilire le modalità di applicazione dei suddetti principi basilari. Questa soluzione mira a garantire la libertà di stampa, tutelando, nello stesso tempo, gli investitori e gli emittenti dai rischi di eventuali manipolazioni di mercato ad opera dei giornalisti.

8. *La Direttiva n. 72/2004*

La Direttiva in esame individua i criteri da adottare nella valutazione delle prassi di mercato, ai fini dell'applicazione dell'art. 6, par. 10, della Direttiva 2003/6/CE. La Direttiva non si fa portatrice di principi generali propri di un mercato in cui si contrappongono forze diverse e concorrenti, abbracciandone di contro una visione equitativa e solidaristica. Tale visione si manifesta necessariamente nelle prassi di mercato le quali devono rispettare i principi di equità ed efficacia per proteggere l'integrità del mercato. Leggendo il Considerando n. 1 della Direttiva citata, che esprime i principi di equità ed integrità del mercato non come semplici oneri ma come obblighi degli operatori di esso, sembrerebbe che lo stesso si ponga in contrasto con i principi espressi nel nostro testo Costituzionale all'art. 42.

Secondo l'articolo da ultimo richiamato l'iniziativa economica privata è libera, purché la stessa non si svolga in contrasto con l'utilità sociale. Ora utilizzando la seguente affermazione come premessa maggiore del sillogismo aristotelico e come premessa minore gli studi della teoria economica che non ravvisano alcuna dannosità per il mercato delle condotte d'*insider trading*, si perviene alla conclusione che la predetta condotta non contrasti con l'utilità sociale.

Diverso è l'approccio del legislatore comunitario il quale nel Considerando n.1 afferma "I partecipanti al mercato devono operare con correttezza ed efficienza per non compromettere il regolare funzionamento dei mercati e la loro integrità".

Tuttavia dalla lettura dell'intero testo della Direttiva si comprende che si tratta di una disposizione meramente programmatica priva di valore precettivo, dal momento che il legislatore comunitario ha cura di individuare in negativo i connotati delle condotte abusive. Si potrebbe ritenere che l'*impasse* possa essere superato per quanto riguarda il concetto d'integrità, mediante un'interpretazione del termine strettamente economica. Per quanto riguarda invece la nozione di equità si potrebbe aderire, al fine di accedere ad una interpretazione adeguatrice della disposizione, alla nozione civilistica di equità intesa come equilibrio dei prezzi⁵⁴. Pur tuttavia tale interpretazione non rispecchia il reale intento del legislatore comunitario il quale intende riferire il termine equità direttamente al comportamento dei soggetti, dando pertanto a tale termine una connotazione eccessivamente solidaristica di perseguimento del bene comune. Diversamente la *ratio* dell'art. 42 Cost. appare essere inversa nel senso che i soggetti possono agire per fini egoistici purché non in contrasto con l'utilità sociale. Solo un salto logico prima ancora che giuridico può equiparare l'interesse egoistico con l'interesse vietato.

Analogamente a quanto previsto dalla Direttiva 125/2003 anche la Direttiva in esame valorizza il ruolo delle *Authority* alle quali è demandato l'accertamento dell'abusività delle pratiche di mercato.

Particolarmente rilevante è la previsione da parte della Direttiva *de qua* di un registro, quasi una "anagrafe" degli *insider* (art. 5) con esso si fornisce, se pur indirettamente un'altra informazione per guidare le decisioni dell'investitore. Si prevede altresì che alcune operazioni effettuate dai *corporate insider* siano notificate, prima del loro compimento, alle autorità di controllo statali. Detta pubblicità ha una funzione non solo di verifica della correttezza delle medesime ma anche una valenza largamente dissuasiva. Analogo scopo di controllo è dato dalla segnalazione delle operazioni sospette, per la quale si prescrive un onere di segnalazione, sebbene sussista un limitato margine di discrezionale della natura sospetta delle operazioni da segnalare, a carico della categoria aperta riferita alla "persona che compie professionalmente operazioni". L'utilizzo di tali termini generici costituisce un problema per il legislatore nazionale nella trasposizione degli stessi nel sistema interno, soprattutto laddove si intende colpire tali condotte attraverso sanzioni penali. In tali ipotesi il rischio è quello di violare i principi di determinatezza e di precisione della fattispecie penale, che costituiscono tra l'altro anche principi generali dell'ordinamento comunitario.

⁵⁴ CARIGELLA, *Manuale di Diritto Civile, Il contratto*, Dike, II, 2011, 345.

9. Il Regolamento n. 2273/2003

Chiude le file della normativa di “livello 2”, il Regolamento 2273/2003, si tratta di un testo molto tecnico che attua l’art. 8 della Direttiva 6/2003. Il Regolamento stabilisce dei requisiti tecnici in materia di riacquisto di azioni e di operazioni di stabilizzazione degli strumenti finanziari. L’articolo 8 della Direttiva 6/2003 stabilisce, infatti, che i divieti imposti dalla suddetta Direttiva non si applicano, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità alle sue disposizioni. In particolare, il Regolamento stabilisce (art 3) che, per poter beneficiare della deroga di cui all'articolo 8 della Direttiva, un programma di riacquisto di azioni proprie deve essere conforme alle disposizioni degli articoli 4, 5, e 6 e deve avere come esclusivo obiettivo quello di ridurre il capitale dell'emittente (in valore o in numero di azioni) o di adempiere alle obbligazioni derivanti da strumenti di debito convertibili o scambiabili con strumenti azionari o da programmi di assegnazione di opzioni su azioni o da altri programmi di assegnazione di azioni a favore dei dipendenti dell'emittente o di una società collegata⁵⁵. Per beneficiare, infine, della medesima deroga, le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario devono essere effettuate conformemente agli articoli 8, 9 e 10 del Regolamento⁵⁶.

⁵⁵ Circolare Assonime n. 22/2009, *La disciplina del Testo Unico della Finanza sull’acquisto di azioni proprie da parte delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2009, 836.

⁵⁶ Si riporta testualmente l’art 8: Condizioni relative alla durata delle operazioni di stabilizzazione

1. Le operazioni di stabilizzazione vengono effettuate solo per un periodo limitato.

2 Per quanto riguarda le azioni e gli altri valori mobiliari equivalenti, nel caso di offerta iniziale annunciata pubblicamente, il periodo di cui al paragrafo 1 inizia con l'avvio delle negoziazioni dei valori mobiliari pertinenti nel mercato regolamentato e termina non oltre i successivi 30 giorni di calendario. Nel caso in cui l'offerta iniziale annunciata pubblicamente si svolga in uno Stato membro che consente la negoziazione prima dell'avvio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, il periodo di cui al paragrafo 1 inizia a partire dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico del prezzo definitivo dei valori mobiliari pertinenti e termina non oltre i successivi 30 giorni di calendario, a condizione che le negoziazioni vengano effettuate conformemente alle eventuali regole, ivi comprese quelle relative alla comunicazione al pubblico e all'informativa, del mercato regolamentato nel quale i valori mobiliari pertinenti devono essere ammessi alla negoziazione.

3. Per quanto riguarda le azioni e gli altri valori mobiliari equivalenti, nel caso di offerta secondaria, il periodo di cui al paragrafo 1 inizia a partire dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico del prezzo definitivo dei valori mobiliari pertinenti e termina non oltre i 30 giorni di calendario successivi alla data dell'allocazione.

4. Per quanto riguarda le obbligazioni e gli altri titoli di debito (non convertibili né scambiabili con azioni o con altri valori mobiliari equivalenti ad azioni), il periodo di cui al paragrafo 1 inizia a partire dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico delle condizioni dell'offerta dei valori mobiliari pertinenti (ivi compreso l'eventuale scarto rispetto al prezzo di riferimento, una volta fissato) e termina non oltre i 30 giorni di calendario successivi alla data alla quale l'emittente degli strumenti finanziari riceve il ricavato dell'emissione o, se precedente, non oltre i 60 giorni di calendario successivi alla data dell'allocazione dei valori mobiliari pertinenti.

5 Per quanto riguarda i titoli di debito convertibili o scambiabili con azioni o con altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, il periodo di cui al paragrafo 1 inizia a partire dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico delle condizioni definitive dell'offerta dei valori mobiliari pertinenti e termina non oltre i 30 giorni

Alla base dell'introduzione del Regolamento vi è la fondata preoccupazione derivante dalla circostanza che l'acquisto di azioni proprie presenta notevoli profili d'interferenza con la disciplina della *market abuse* e dell'*insider trading*. Ciò che si vuole evitare in tal caso non è tanto il vantaggio informativo, in quanto l'informazione è propria dell'emittente, quanto le modalità di utilizzazione dell'informazione stessa. Sotto tale profilo, non si può omettere di considerare che tale acquisto può per i volumi quantitativi interessati, ingenerare una tendenza rialzista nel senso di indurre l'investitore medio ad una condotta imitativa di quella dell'emittente acquirente che porta con sé l'aumento dei prezzi delle azioni oggetto di acquisto.

di calendario successivi alla data alla quale l'emittente degli strumenti finanziari riceve il ricavato dell'emissione o, se precedente, non oltre i 60 giorni di calendario successivi alla data dell'allocazione dei valori mobiliari pertinenti.

CAPITOLO III

PARAGRAFO I

LA NORMATIVA NAZIONALE DI ATTUAZIONE DELLE DIRETTIVE EUROPEE IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO

1. *Introduzione al paragrafo*

La lotta agli abusi di mercato per gli Stati appartenenti all'area Europea si è manifestata in tempi assai recenti rispetto a quanto accaduto negli Stati Uniti. Ancora a metà degli anni ottanta solo la Francia e il Regno Unito avevano regolato il fenomeno dell'*inside trading*. In Germania vigeva, invece, un sistema di autodisciplina basato su raccomandazioni, peraltro non vincolanti, dirette alle società quotate in borsa. La svolta decisiva avviene grazie al legislatore comunitario, nel finire degli anni ottanta, mediante l'approvazione di una specifica disciplina che imponeva agli Stati membri l'adozione di una normativa diretta a vietare le operazioni d'*insider trading* e, prevedeva, altresì l'obbligo per gli stessi di introdurre specifiche sanzioni in caso di violazione di tale disciplina⁵⁷. Il Consiglio dell'Unione Europea, dopo un laborioso negoziato, adottò il 13 novembre 1989 la Direttiva n 582, relativa al "coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso d'informazioni privilegiate", che rientrava tra le iniziative previste dal c.d. libro bianco per il completamento del mercato interno⁵⁸. Nel 1977 la tematica concernente la disciplina dell'*insider trading* è stata l'oggetto del "Codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari", il quale conteneva norme di natura preventiva e anticipatoria volte ad eliminare le probabilità che si manifestassero abusi di informazioni privilegiate. Il predetto obiettivo era perseguito da un lato, attraverso la prescrizione dell'obbligo a carico della società di pubblicare i fatti rilevanti che potessero influenzare sensibilmente il corso dei titoli; dall'altro, con la previsione di comportamenti che gli intermediari finanziari dovevano tenere al fine di mantenere segrete le informazioni di cui disponevano in virtù delle loro funzioni. L'*insider* (definito come "chiunque" disponga di un'informazione non pubblica) aveva, altresì, l'obbligo di astenersi

⁵⁷ WELTER, *Ragioni di un intervento della CEE nel campo dell'insider trading*, in C. RABITTI- BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L'"insider trading"*, Giuffrè, Milano, 1992, 42.

⁵⁸ ARICI, *Il reato di insider trading nella legislazione italiana*, in *Rivista della Guardia di Finanza*, 3, 2002, 35.

dall'effettuare, direttamente o indirettamente, qualsiasi operazione basata sull'uso dell'informazione privilegiata, nonché dal comunicarla ad un terzo "affinché ne tragga un utile prima che sia resa pubblica". Il passo successivo fu proprio costituito dalla direttiva menzionata, adottata il 13 novembre 1989 per cui esame si rinvia al capitolo precedente.

2. L'assetto legislativo italiano relativo agli abusi di mercato

L'assetto legislativo italiano relativo ai fenomeni di abusi di mercato (art. 180 ss. TUF) è il frutto del recepimento da parte dell'art. 9 della Legge Comunitaria 2004 (l. n. 62/2005) della Direttiva Comunitaria 2003/6/CE (la cd. *Market abuse directive* o MAD), nonché delle successive direttive attuative della stessa nn. 2003/124/CE, 2003/125/CE, 2004/72/CE⁵⁹.

Oltre al recepimento delle fonti comunitarie⁶⁰ attraverso la fonte legislativa primaria, si è reso poi necessario adeguare alle innovazioni introdotte in materia anche la disciplina regolamentare della CONSOB, che infatti – al termine di una procedura di consultazione – nel novembre 2005 ha opportunamente modificato sia il regolamento "Mercati" (in particolare gli articoli dal 59 al 69, attinenti alle prassi di mercato ammesse, alle prassi nei mercati su strumenti derivati, ai criteri di identificazione delle manipolazioni di mercato ed alle operazioni sospette) sia quello "Emittenti" (con riferimento, ad esempio, al regime delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti (art. 65-bis, 66, 66-bis), all'*insider dealing* (art. 152-sexies, 152-septies, 152-octies), all'acquisto di azioni proprie ed alle operazioni di stabilizzazione (rispettivamente artt. 144-bis e 15)⁶¹. Il riferimento al processo di recepimento della disciplina in materia di abusi di mercati ha una forte connotazione pratica, dal momento che le scelte effettuate dal legislatore italiano sono

⁵⁹ All'elenco andrebbe aggiunto il Regolamento n. 2273/2003/CE (in tema di deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari), con riferimento al quale, però, non è corretto esprimersi in termini di recepimento, posto che, sebbene si sia scelta una fonte regolamentare – dunque sovraordinata – per dare attuazione alla direttiva MAD, esso rimane pur sempre fonte direttamente applicabile senza bisogno di recepimento.

⁶⁰ Sotto il profilo delle fonti europee non si dimentichi la relazione finale del "Comitato dei saggi" e la relativa proposta di un approccio articolato sui quattro livelli per accrescere l'efficienza e la trasparenza del processo legislativo di adozione della normativa comunitaria in materia di mercati e strumenti finanziari che è stata approvata con la risoluzione del Consiglio Europeo di Stoccolma del marzo 2001 ed è stata successivamente confermata dalla risoluzione del 5.2.2002 del Parlamento Europeo.

⁶¹ Per una disamina più approfondita dell'evoluzione normativa in materia d'*insider trading* e aggio, si vedano tra gli altri: RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, Milano 1998, 79; LINCiano - MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna 2002, 87; QUIRICI, *Il nuovo regime sanzionatorio introdotto dal TUF. In particolare: i provvedimenti in caso di insider trading e aggio*, in CAPARVI (a cura di), *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, F. Angeli, Milano 2003, 120.

dirette conseguenze di quelle elaborate a livello comunitario. L'esempio più rilevante appare quello dell'introduzione nel sistema interno di un doppio regime sanzionatorio, penale ed amministrativo conformemente alle indicazioni espresse in sede comunitaria. Infatti il TUF prevede attualmente sotto la rubrica di “*abuso di informazioni privilegiate*” e di “*manipolazione del mercato*” due fattispecie di reato (artt. 184 e 185), punibili solamente a titolo di dolo e due illeciti amministrativi (art. 187-*bis* e art. 187-*ter*), punibili a titolo di dolo o colpa. Peraltro non vi è incompatibilità tra la punibilità a titolo di responsabilità penale ed a titolo amministrativo, sicché è ben concepibile il concorso materiale di sanzioni, penale ed amministrativa. Ci si soffermerà in seguito su alcuni dei tratti più importanti relativi agli illeciti amministrati e alle ipotesi di reati. Ciò che occorre subito sottolineare è la circostanza per la quale il legislatore sembra aver inteso creare “una configurazione a cerchi concentrici in cui il cerchio massimo è rappresentato dalla sanzionabilità amministrativa e quello interno da quella penale, in concorrenza sempre con quella amministrativa”⁶². Dall'esame della disciplina comunitaria sembra comunque in generale di poter dire che il legislatore italiano ha mutuato la volontà di contrastare severamente le condotte illecite che siano in grado di mettere in pericolo l'efficienza e la credibilità dei mercati finanziari, come è dimostrato dal generale inasprimento delle sanzioni, sia penali che amministrative, introdotte dalla disciplina in oggetto rispetto a quella precedentemente in vigore (ed ampliate peraltro per effetto della legge n. 262 del 2005). A caratterizzare ulteriormente sotto il profilo sanzionatorio la disciplina in *subiecta materia* contribuisce infine la previsione di rilevanti sanzioni accessorie interdittive, ed inoltre la confisca dei beni utilizzati per commettere il reato nonché il prodotto o il profitto del reato o dell'illecito.

3. *Le fonti normative sull'insider trading: dal codice civile del 1942 alla Direttiva 89/592*

Una prima nozione di reato finanziario assimilabile alle fattispecie delineate dal TUF si rinviene già nel codice civile del 1942, quest'ultimo conteneva, infatti, una molteplicità di norme riguardanti la condotta di aggio. La disciplina in commento rifletteva naturalmente un contesto storico ma soprattutto economico ben distante da quello attuale. Sotto il profilo civilistico la disposizione di riferimento era l'art. 2628 del codice del 1942. Il medesimo articolo disciplinava le “manovre fraudolente sui titoli delle società”,

⁶² SEPE, *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova 2005, 758.

stabilendo che “gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a 309 euro”⁶³. Si tratta, come è noto, della nozione del reato di aggio, che comportava una condanna penale in capo a coloro che – in ragione del particolare ruolo rivestito all’interno di una società – potevano diffondere notizie false o comunque causare un’alterazione nel valore patrimoniale delle azioni societarie. La nozione in commento postula un primo accertamento circa l’affinità della condotta d’*insider trading*, allora esistente nei paesi anglosassoni e poi successivamente oggetto di recepimento nel nostro paese con quella di aggio. La nozione d’*insider trading* è già stata esaurientemente illustrata nel capitolo I, si ricorderà pertanto che per *insider trading* si intende l’uso di informazioni privilegiate, ovvero non ancora note al pubblico degli investitori, da parte di soggetti che ne sono venuti a conoscenza o nell’ambito dello svolgimento delle proprie mansioni professionali (cosiddetti *insider*) o in seguito a di una comunicazione indebita da parte di un *insider*⁶⁴. La differenza tra le due fattispecie ha natura sostanziale, tanto da dar luogo alla affermazione di un noto studioso per cui l’*insider trading* sta all’aggio “come la soffiata su un cavallo vincente sta ad una corsa truccata”⁶⁵.

Sebbene sia l’*insider trading* che l’aggio possano estrinsecarsi in comportamenti che ricadono in entrambe le casistiche, le due fattispecie presentano, come affermato, profili sostanziali affatto diversi. Infatti, l’*insider* trae vantaggio da una situazione di temporanea “asimmetria informativa” (egli possiede notizie che altri non hanno) mentre l’aggio, pur trovando condizioni di favore nella scarsa trasparenza del mercato, si manifesta attraverso la diffusione di notizie false ovvero operazioni, a volte disposte da più soggetti, finalizzate a falsare la formazione del prezzo di un titolo. Alla luce di tali evidenti differenze può, quindi, con sicurezza affermare che la disciplina dell’*insider trading* non aveva ancora una completa espressione proprio per le illustrate differenze sostanziali con l’aggio, per cui non era possibile sostenere che quest’ultimo reato ricomprendesse – sebbene in parte – il reato d’*insider trading*. Tuttavia con il passare degli anni a seguito del

⁶³ Si noti come dalla lettura della norma si comprende che l’elemento rilevante ai fini penali sta proprio nella variazione della valutazione della singola azione – e quindi direttamente del valore del patrimonio societario – causato dalla diffusione di informazioni false riguardanti la società.

⁶⁴ CLERICO, *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Giuffrè, Milano, 2002, 102.

⁶⁵ SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Giuffrè, Milano 1989, 76.

rapido sviluppo economico a cui andava incontro l'Italia nonché per le sollecitazioni provenienti dall'Unione Europea con la Direttiva 592/89, il legislatore si rese conto della necessità evidente di una specifica disciplina in materia di *insider trading*. Per tali ragioni nel 1991 promulgava una specifica normativa in materia d'insider trading, si tratta della legge n. 157 che ha costituito la prima regolamentazione in Italia di tale disciplina.

4. *La prima regolamentazione in Italia: la legge n. 157 /1991*

Il recepimento della direttiva comunitaria 592/89 ha costituito in Italia il presupposto normativo per dare il via ad una prima disciplina, avente natura prettamente penale, volta a perseguire, con un elenco di sanzioni, chi avesse sfruttato notizie riservate. In particolare, al momento del recepimento in Italia di tale direttiva vi era un ampio dibattito circa l'opportunità di utilizzare il diritto penale per sanzionare gli abusi di mercato. A livello di norme generali il Codice Rocco non prevedeva tali fattispecie ma si occupava (nel Titolo VIII del Libro secondo) "*Dei delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*". Tale disciplina, come in generale il Codice Rocco, ha risentito fortemente dei condizionamenti politici esistenti al momento della redazione del codice. E' noto, infatti, come il regime fascista abbia da sempre subordinato la libera iniziativa economica all'interesse della nazione e le dinamiche imprenditoriali all'egidia dirigistica. L'abuso d'informazioni privilegiate, prima del riordino della disciplina ad opera del TUF, come già accennato era un reato disciplinato dalla L. 157/1991 ("*Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*"). Con la legge in commento si perseguiva il duplice obiettivo di tutelare la trasparenza informativa, mediante la minaccia della sanzione penale, nonché di rassicurare i risparmiatori e investitori, sollecitando gli stessi a riporre fiducia nel mercato, garantendo la sicurezza delle operazioni. La normativa, invero, sottendeva anche a una valutazione etica, improntata al *market egalitarianism*, di cui si è diffusamente parlato nel primo capitolo del presente lavoro, ossia che tutti possano disporre delle medesime informazioni e che il prezzo del mercato sia affettivamente rappresentativo degli strumenti finanziari. Tuttavia, la disciplina in commento era in primo luogo incentrata sulla necessità di precludere alle persone, che ricoprono una funzione significativa, di non sfruttare la loro posizione di informatori privilegiati per effettuare operazioni finanziarie⁶⁶. Tale *ratio* mal

⁶⁶ RAGUSA MAGGIORE, *Insider trading e correttezza nel mercato dei valori mobiliari: in attesa della legge*, in *Dir. Fall.*, 1989, I, "la tutela presa in considerazione non è tanto quella del singolo risparmiatore, ma quella

si pone con la funzione del diritto penale che non dovrebbe costituire lo strumento per imporre condotte morali ai consociati bensì per punire fattispecie penali offensive dei beni giuridici costituzionalmente tutelati ovvero non costituzionalmente incompatibili. Si badi che sotto tale profilo non si ravvisa un difetto di materialità della fattispecie penale in quanto oggetto di repressione sono le condotte tipiche di sfruttamento delle informazioni privilegiate, bensì proprio di offensività. Si utilizza, infatti, il diritto penale per imporre ai consociati comportamenti eticizzanti, si può quindi affermare che la concorrenza del mercato è solo oggetto di tutela mediata, oggetto di sanzione è, infatti, il comportamento scorretto di chi essendo in possesso di informazioni privilegiate ne fa uso per suo beneficio. Proprio tale finalità differenzia il sistema adottato dalla presente legge dall'analogica normativa utilizzata nei paesi anglossassoni. In quest'ultimi l'*insider* e l'aggiotaggio sono repressi in quanto non consentano il regolare dispiegarsi della concorrenza. Il mercato è l'oggetto giuridico tutelato in via mediata ed immediata. Diverso è l'approccio del legislatore nazionale con la legge *de qua*, con la quale si prevedeva un classico reato di pericolo di pericolo in quanto vi è il pericolo che dallo sfruttamento di informazioni privilegiate segua una minor fiducia degli investitori ed il conseguente pericolo di falsare il gioco della concorrenza del mercato (che come illustrato dalle teorie economiche illustrate nel capitolo 1 non è conseguenza pacifica delle condotte di *insider* e di manipolazione del mercato).

Delineate le problematiche afferenti alla *ratio* della normativa in questione si può osservare che la legge 157/91 è entrata nel nostro ordinamento in modo piuttosto rapido, se si tiene conto dei consueti termini di introduzione delle leggi, ciò è non solo dovuto ad una sollecitazione dell'Unione Europea, a seguito della direttiva del 1989, quanto ad un atteggiamento politico di particolare favore verso il mercato azionario. Se si tiene conto, infatti, del contesto storico in cui è stata approvata la legge *de qua* si può osservare che verso la fine degli anni 80 mutano le formule di investimento verso cui gli investitori italiani indirizzano i loro risparmi. In particolare si registra uno spostamento dai BOT all'investimento in borsa. Figlio di tale inversione di tendenza è stata tra l'altro la legge 77/83 che istituiva i Fondi Comuni di Investimento Mobiliare, che una volta per tutte adottava una disciplina omogenea, mettendo fine a quella situazione confusa e priva di

del mercato". Osserva l'autore che la fiducia del risparmiatore potrebbe incrinarsi se qualcuno fosse posto nella potenziale condizione di utilizzare delle notizie riservate per il raggiungimento di un interesse personale: ecco allora che una prima *ratio* della norma sta nella realizzazione di un *par condicio* a favore di tutti gli investitori.

regolamentazione rappresentata dal cosiddetto “investimento atipico”⁶⁷. La legge 77/83 era anch’essa una normativa d’ispirazione necessariamente penale, proprio per tale ragione aveva sollevato, a causa del suo dettato alquanto approssimativo e non rispettoso dei principi fondanti del diritto penale, in specie di quelli di colpevolezza e offensività, la critica quasi unanime della dottrina e della stessa CONSOB. La predetta regolamentazione perseguiva una finalità apertamente general-preventiva: a fronte della fallace conoscenza delle leggi di copertura che regolano il mercato (costituite nel caso di specie da quelle economiche), il legislatore si era orientato per un divieto assoluto di determinati comportamenti. Di fronte al principio di residualità della tutela penale molte voci in dottrina avevano auspicato l’intervento di una normazione esclusivamente civilistica⁶⁸. Si esaminerà nei successivi paragrafi la possibilità di predisporre una tutela esclusivamente civilistica e se una tale tutela risulti conforme con le recenti direttive comunitarie in materia di abusi di mercato. Ad ogni modo il *vulnus* ai principi propri del diritto penale ha, comunque, costituito la ragione prevalente per cui il legislatore ha ritenuto di introdurre, in sede di riordino delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria avvenuta ad opera del TUF, una nuova disciplina.

Al fine di meglio comprendere le ragioni della scelta d’impronta penal-repressiva compiuta dal legislatore italiano nella disciplina dell’*insider trading*, può essere utile ripercorrere l’*iter* legislativo che ha portato all’emanazione della legge del 17 maggio 1991, n. 157, il quale ha preso il via nel 1987 con la presentazione della proposta di legge n. 466. Quest’ultima si proponeva di introdurre nel nostro ordinamento una fattispecie sanzionatoria basata sul modello esistente presso altri ordinamenti: “infatti, nella legislazione attuale il fenomeno *dell’insider trading*; cioè dell’utilizzo o la diffusione di informazioni, riservate o veritiere, sul conto di una società quotata in borsa al fine di speculare sull’andamento del relativo titolo nelle contrattazioni di borsa e fuori borsa non rientra nelle fattispecie previste dal codice civile, né dal codice penale, né dalla recente legge sulle funzioni della CONSOB”⁶⁹. Così cita la relazione di accompagnamento alla proposta di Legge presentata alla Camera dei Deputati. Nella medesima ottica si pone la

⁶⁷ La moderna legge 77/83 istituiva un nuovo modello d’investimento fruibile dal risparmiatore in quanto sorto sotto l’egida di una legge precisa ed efficace; tutto questo garantiva una serie di precise tutele a favore del risparmiatore. I frutti di questo processo si videro in maniera sempre più consistente negli anni successivi, e verso la fine del decennio il risparmiatore italiano era ormai consapevolmente pronto a diversificare i propri investimenti accedendo anche al mercato borsistico. Le privatizzazioni delle società pubbliche comportarono un’ulteriore estensione del fenomeno. La Legge 157/91 nasce quindi con la finalità di comunicare sicurezza al mercato da una parte, certezze ai risparmiatori/investitori dall’altra.

⁶⁸ CARRIERO, *L’Insider trading negli Usa in Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Giuffrè, Milano, 1992, 83.

⁶⁹ La citazione è tratta dalla relazione di accompagnamento alla proposta di legge n. 466 d’iniziativa dei deputati Piro ed altri, presentata alla Camera dei Deputati il 2 luglio 1987.

seconda proposta di legge presentata nel 1988, la quale fu motivata dalla presa di coscienza che il legislatore italiano aveva lasciato una vastissima parte del risparmio nazionale in preda a forme di speculazione da considerarsi immorali e, quindi, da reprimere. In particolare come si legge nella relazione di accompagnamento alla proposta di legge presentata alla Camera dei Deputati, questa volta nel 1998, si trova una delle prime definizioni del fenomeno dell'*insider trading* inteso come “una forma di speculazione che produce almeno due ordini di gravissimi inconvenienti: induce tutti coloro che a causa del loro lavoro hanno una conoscenza funzionale di notizie riservate a tenerle nascoste al pubblico il più a lungo possibile per acquisirne ingiusti vantaggi; produce una strumentalizzazione dei mezzi di informazione certamente contraria ai loro fini istituzionali E’ anche per questi motivi che il legislatore italiano deve poter reprimere queste forme di speculazione, comunemente intese come *insider trading*”.

Lo spirito che animava il provvedimento e che ha spinto alla presentazione della proposta di legge era, da un lato i troppi casi di spericolate manovre sui valori mobiliari condotte all’insaputa e quasi inevitabilmente ai danni degli azionisti minori e dall’altra, principalmente la necessità di prevedere un autonomo reato d’*insider trading* al fine di preservare la credibilità del mercato finanziario⁷⁰. La legge 157/1991 ricollegava la sanzione penale al momento “fondamentale” dell’attività finanziaria ovvero al reperimento della notizia e alla successiva contrattazione, ponendo così un generale obbligo di astensione dal compiere operazioni da parte di quei soggetti in possesso d’informazioni riservate, apprese in virtù della loro posizione all’interno della società, nonché da parte di quei soggetti che avessero ricevuto tali notizie da altri, con la coscienza del loro carattere riservato. Occorre sottolineare che la legge in commento si caratterizzava, sotto il profilo delle scelte politico criminale, in quanto la stessa utilizzava lo strumento della sanzione penale non in chiave sussidiaria ma in forma principale e pressoché esclusiva al fine di affrontare la problematica della sicurezza e del buon funzionamento dei mercati⁷¹. La legge n. 157/1991, oltre a disciplinare per la prima volta in modo specifico l’abuso d’informazioni “riservate” aventi il carattere della *price sensitivity*, introduceva anche il

⁷⁰ Così evidenzia RABITTI - BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario.: L’ “insider trading”*, op., cit. Osserva l’autore, circa lo spirito che animava la nuova disciplina, che legiferare sull’*insider trading* significava evitare un danno materiale per i singoli investitori e tutelare la credibilità interna e internazionale del mercato finanziario.

⁷¹ Tuttavia la realtà dei fatti ha poi dimostrato come la legge non abbia avuto successo: in una relazione del presidente della CONSOB tenuta a Milano il 12 aprile 1999 si dichiara che la CONSOB ha trasmesso dal 1991 al 1998 all’autorità giudiziaria soltanto 58 relazioni motivate, delle quali solo sei hanno dato luogo a richieste di rinvio a giudizio. Tra queste vi sono state solo due sentenze di condanna (rispettivamente per *insider trading* e per frode sul mercato dei valori mobiliari) e due sentenze di patteggiamento. Le archiviazioni sono state complessivamente undici, di cui sette nel periodo compreso tra il 1991 ed il 1997 e quattro nel 1998.

reato di aggioaggio per chi diffondeva notizie false o realizzava altri artifici idonei a influenzare sensibilmente il corso dei titoli, allo scopo di garantire i risparmiatori circa l'integrità ed il corretto funzionamento del mercato mobiliare.

Per quanto concerne l'individuazione dei soggetti attivi del reato d'*insider trading*, la legge n. 157/1991 distingueva tra "*insiders primari*" e "*insiders secondari*"⁷². Si deve, già da subito, sottolineare che il disvalore insito nella condotta di un *insider* primario è diverso da quello che caratterizza il comportamento di chi utilizza un'informazione da altri cedutagli o a lui indirettamente pervenuta (*insider* secondario); così chi si avvale personalmente della notizia riservata commette un abuso non riscontrabile nella condotta di colui che si limita a cederla ad altri⁷³. La legge in parola, in ossequio al principio *societas delinquere non potest* non sanzionava le medesime operazioni poste in essere da persone giuridiche sebbene la stessa fosse espressamente regolata dalla direttiva 89/592/CEE, per la quale è stato necessario attendere prima il TUF e successivamente per una completa regolamentazione il d.lgs. 231/2001⁷⁴. Con specifico riguardo all'individuazione delle condotte vietate, la legge n. 157/1991 aveva ad oggetto una serie di fattispecie aventi tutte rilevanza penale. Si faceva, infatti, riferimento a cinque ipotesi di reato per l'*insider trading* e ad una per aggioaggio. In particolare, relativamente all'*insider trading*, queste ipotesi erano rappresentate:

1. dall'utilizzazione d'informazioni riservate: si prevedeva il divieto per l'*insider* primario di svolgere operazioni su valori mobiliari;
2. dalla divulgazione di informazioni riservate: riguardava il divieto per gli *insider* primari di comunicare a terzi, senza giustificato motivo, le informazioni riservate possedute (il cosiddetto divieto di *tiping*), nonché di consigliare a terzi, sulla base di tali informazioni, il compimento di operazioni su valori mobiliari (il cosiddetto divieto

⁷² Nell'ambito di tale normativa, venivano considerati *insiders primari* i detentori di informazioni riservate "in virtù della loro partecipazione al capitale di una società", quindi i soci, ovvero "in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio", nonché "gli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'art. 2359 c.c." (art. 2, rispettivamente commi 1, 2 e 3, della legge n. 157/1991). Gli *insiders secondari* (o "*tippees*") erano invece definiti come coloro che avessero direttamente o indirettamente ottenuto informazioni da soggetti esercitanti una funzione, professione o ufficio in relazione alla società di cui si intendeva sfruttare illecitamente le notizie compiendo operazioni (*trading*) sui titoli quotati dalle stesse emessi.

⁷³ SEMINARA, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giurisprudenza Commentata*, 1992, 645.

⁷⁴ Vige, infatti, nel sistema penale italiano il principio "*societas delinquere non potest*", cioè non è ammessa l'imputazione ad una persona giuridica di un illecito penale realizzato da persone fisiche. Pertanto, poiché solo una persona fisica, in quanto tale, può possedere informazioni riservate, e dato il carattere esclusivamente penalistico della legge in esame, si giunge a rilevare che lo sfruttamento illecito di informazioni riservate può essere riferito solo a persone fisiche; di conseguenza, le persone giuridiche non possono essere destinatarie delle norme in esame. Si veda PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Rivista delle Società*, nov-dic. 1991, 1666-1668.

di *tuyautage*⁷⁵). Per entrambe le fattispecie nella realizzazione della condotta vietata si prescindeva completamente sia dalla circostanza che ci si avvalessse dell'informazione (*tipping*), sia che si compisse effettivamente l'operazione suggerita dall'*insider* (*tuyautage*), nonché dall'eventuale vantaggio che l'*insider* avrebbe potuto ricevere ponendo in essere le condotte incriminate;

3. dall'utilizzazione di informazioni riservate da parte di specifici soggetti: si vietava a determinati soggetti, espressamente indicati, quali azionisti di controllo, amministratori, liquidatori, direttori generali, dirigenti, sindaci e/o revisori dei conti, di acquistare, vendere o compiere altre operazioni su valori mobiliari, anche per interposta persona, qualora fossero stati avvisati della convocazione di un C.d.A. chiamato a deliberare in merito ad operazioni atte ad influire in modo rilevante sul prezzo del titolo di quella o altra società quotata;
4. dall'utilizzazione ministeriale di informazione riservate: questa ipotesi si distingueva da quella precedentemente illustrata solo per la categorie dei soggetti attivi dalla stessa contemplata (ministri o sottosegretari di Stato) nonché per la circostanza che la determinava, data dalla conoscenza della convocazione del Consiglio dei Ministri o del Comitato Interministeriale incaricato di adottare delibere aventi ad oggetto provvedimenti idonei ad influenzare i corsi dei titoli;
5. dall'utilizzazione secondaria di informazione riservate: i divieti di *insider trading*, di *tipping* e di *tayautage* gravavano anche sui *tippees* (intendendo con tale termine coloro che acquistavano direttamente l'informazione riservata dall'*insider* primario) e sui *sub-tippees* (coloro che invece avevano ottenuto l'informazione in modo indiretto, e che, quindi, non avevano avuto alcun legame con l'*insider*). Perché il *tippee* fosse punibile, occorreva, l'elemento volontaristico *sub specie* di dolo intenzionale o almeno diretto, ovvero che lo stesso fosse cosciente della riservatezza dell'informazione nel momento in cui l'acquisiva. Non si nasconde, tuttavia, che l'elemento soggettivo richiesto dalla norma rappresentava, sotto il profilo probatorio un elemento d'indagine difficile da accertare e da provare per la pubblica accusa. Alla luce della suddetta normativa, oggetto d'illustrazione, può quindi osservarsi come la disciplina in materia di abuso d'informazioni riservate si traducesse nell'applicazione di una sanzione per la semplice violazione sia di un obbligo di astensione sia dell'utilizzo e divulgazione delle notizie, indipendentemente da chi ne fosse in possesso, quindi sia *insiders*

⁷⁵ È importante sottolineare come nel *tuyautage*, a differenza di quanto avviene nel *tipping*, l'informazione non venga rivelata, dal momento che l'*insider* consiglia di effettuare una certa operazione senza rivelare il motivo del consiglio stesso.

primari che secondari, mentre era irrilevante per la configurazione dell'illecito il loro sfruttamento.

Per quanto concerne la fattispecie criminosa costituita dal reato di aggio, relativamente a quest'ultima veniva specificato che le fattispecie illecite erano date dalla "divulgazione di notizie false, esagerate e tendenziose e dalla realizzazione di operazioni simulate o altri artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari"(art. 5, comma 1, L. 157/1991). Dalla lettura della norma appena citata si comprende come il reato di aggio dovesse configurarsi come reato di mero pericolo, dal momento che, perché vi fosse tale fattispecie criminosa non era necessaria l'effettiva modifica dei prezzi, essendo sufficiente che la condotta manipolativa fosse idonea ad influenzarli. La disciplina prevista dalla legge 157/1991 venne comunque ritenuta del tutto insufficiente e inadeguata per la repressione degli abusi di mercato. Ciò per molteplici cause che possono essere però sintetizzate nell'estrema rigidità dei moduli repressivi e di accertamento previsti. Sotto tale profilo occorre, infatti, ricordare che il reato d'*insider trading* veniva punito esclusivamente facendo ricorso alla sanzione penale ed, in particolare, con la reclusione fino a un anno e con una multa da dieci a trecento milioni di lire. Era tuttavia previsto che il giudice potesse aggravare la medesima pena, incrementandola fino al triplo, in virtù di un'aggravante indefinita, discrezionalmente rilevabile dal giudice, ancorata alla "gravità del fatto".

Il reato di aggio, invece, era punito con la reclusione fino a sei mesi e con una multa da uno fino a trenta milioni di lire, con un articolato sistema di aggravanti qualora:

1. l'operatore avesse perseguito il fine specifico di provocare una sensibile alterazione del prezzo del valore mobiliare ovvero l'apparenza di un mercato attivo di tali valori⁷⁶;
2. il fatto fosse stato commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri o dal fatto che ne fosse derivato un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato ovvero se la condotta fosse stata posta in essere a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa (in tali casi era previsto il raddoppio delle pene);
3. si fossero resi autori del fatto tutta una serie di soggetti qualificati.

⁷⁶ L'apparenza del mercato attivo si ravvisa nelle offerte di vendita a un prezzo e per quantitativi determinati cui corrisponde un'offerta di acquisto alle medesime condizioni, senza che in realtà vi sia trasferimento di titoli, con l'obiettivo di dare l'impressione di un mercato sensibile a questi ultimi. Questo tipo di "messa in scena" si riferisce ad una situazione in cui il prezzo del prodotto è artificialmente tenuto immutato, cioè si impedisce, mediante la condotta fraudolenta, la diminuzione del valore e si mantiene la quotazione movimentando, solo in apparenza, titoli per i quali il mercato è in una fase di debolezza.

Al sistema delle sanzioni detentive e pecuniarie, tra l'altro tra loro cumulabili, si aggiungevano le pene accessorie – interdizione dai pubblici uffici, interdizione da una professione o da un'arte, interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, incapacità di contrarre con la pubblica amministrazione – per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni. Era, altresì, prevista come pena accessoria anche la pubblicazione della sentenza di condanna su due quotidiani, di cui almeno uno economico a diffusione nazionale⁷⁷. Il sistema sanzionatorio previsto dalla legge n. 157/1991, testé tratteggiato a grandi linee, venne sottoposto a numerose critiche da parte della dottrina specialistica⁷⁸. Le critiche espresse dalla dottrina riguardavano soprattutto il livello assai modesto della pena detentiva, che per l'*insider trading* era previsto nel limite massimo di un anno. Con riguardo invece alle pene pecuniarie si era rilevato come il legislatore avesse ommesso ogni riferimento al profitto realizzato dall'*insider*, con la previsione di un reato contro il patrimonio di natura del tutto anomala per il nostro sistema penale, non contenendo il medesimo alcun riferimento al profitto⁷⁹ nemmeno come oggetto del dolo specifico; mancando qualsiasi riferimento al profitto non era di conseguenza prevista nessuna sanzione accessoria come la confisca. A livello giurisprudenziale le critiche avevano invece come oggetto diretto le difficoltà applicative della legge in commento. Dall'anno di emanazione della L. 157 del 1991 fino alla formulazione del reato di *insider trading* con il D.lgs. 58/1998 solo cinquanta procedimenti penali sono stati aperti per i reati di *insider trading*. Risulta, dunque, evidente che la normativa analizzata finalizzata a reprimere il fenomeno dell'*insider trading* aveva fallito del tutto nella sua fase applicativa.

⁷⁷ Per un approfondimento in merito alle modalità sanzionatorie previste dal TUF, poste a confronto anche con quelle corrispondenti poste nella legge n. 157/1991, si veda LINCiano - A. MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, op., cit. 115 ss. Cfr. BELLI, *Commento agli artt. 180-187*, in BELLI - MAZZINI - TEDESCHI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano 1998, 264 ss.

⁷⁸ SEMINARA, *L'insider trading nella disciplina penalistica*, op., cit. 645-647; ERMETES, *Commento all'art. 180*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, op., cit. 98.

⁷⁹ MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, IX, Torino, 1994, 337: "l'irrelevanza del fine di trarre profitto e la conseguente equiparazione tra le ipotesi in cui l'agente si avvale effettivamente delle sue conoscenze, e quelle in cui egli agisce ad esempio per onorare un'obbligazione o per diversificare i suoi possessi azionari, si traduce in una presunzione sullo sfruttamento delle informazioni detenute cui facilmente si accosterà, nei confronti degli *insiders* societari, l'ulteriore presunzione relativa al possesso delle informazioni stesse; con il risultato finale di scivolare verso un risultato d'autore, legato sufficientemente alle effettuazioni di un'operazione borsistica da parte di determinati soggetti e alla successiva diffusione di notizie produttive di variazioni sul corso del titolo interessato".

5. La nuova riformulazione dei reati d'insider trading nel Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria

Le pesanti lacune già evidenziate nella disciplina in materia d'*insider trading* e aggioaggio tratteggiata dalla L. 157/1991, nonché l'uso di una formulazione generica per la descrizione del reato di *insider trading* ed in considerazione della maldestra strumentalizzazione del sistema penale per punire condotte dai contorni genericamente delineati, hanno comportato la necessità di un nuovo intervento normativo, avvenuto con il nuovo Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "TUF"). L'adozione del TUF era inoltre necessaria sotto un profilo di analisi economica, dal momento che il previgente sistema sanzionatorio non risultava funzionale alla velocità in cui solitamente muta il settore finanziario; si era quindi verificata una frattura tra la natura statica delle codificazioni e il carattere dinamico del settore finanziario⁸⁰. In questo duplice senso si spiega l'emanazione del TUF con cui il legislatore "ha cercato di ordinare e raffinare il sistema dei reati in *subiecta materia*, tenendo conto di alcune esigenze coesenziali ad un moderno diritto penale dell'economia"⁸¹.

Con la disciplina enunciata nel TUF, che sarà di seguito illustrata, il legislatore rivela in modo chiaro la finalità di tutelare non il dispiegarsi della naturale concorrenza nel mercato, ma il bene dell'*equal access* al mercato borsistico, bene giuridico la cui tutela proviene dal diritto nord-americano, sanzionando gli abusi di mercato di coloro i quali, versando in una situazione di privilegio, abusano del proprio potere. L'intento del legislatore, per nulla nascosto, è quello di introdurre nell'ordinamento giuridico il valore della cd. "democrazia finanziaria"⁸². In definitiva, con il TUF si supera l'impostazione civilistica delineata dall'art. 2082 c.c. secondo cui il mercato è sinonimo di "attività organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi", sposando l'idea per cui il mercato, in particolare quello degli intermediari finanziari deve collocarsi in un contesto comunitario con il conseguente superamento delle frontiere nazionali⁸³. Nell'ambito del cospicuo apparato sanzionatorio che correde il TUF la disciplina dell'*insider trading* è inserita nel capo IV - Titolo I, parte V nella rubrica "*Abuso di*

⁸⁰ SEMINARA, *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *Banca, borsa e Titoli di credito*, 2000, vol. I, 449.

⁸¹ PAVAN, *Abuso di informazioni privilegiate*, in *Indice Penale 2002*, fasc. 2, 589 citato da MUCCIARELLI, *La tutela dell'intermediazione finanziaria e della trasparenza dei mercati nel d.lgs. n. 58 del 1998* (prima parte), in *Studium juris*, 1998, 1176

⁸² CARBONE, *Tutela civile del mercato e «insider trading»*, Padova, 1993, 59 ss.

⁸³ PAVAN, *Abuso di informazioni privilegiate*, op., cit. 590.

informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari". Alla trattazione dei reati in questione è dedicata una parte significativamente ampia del testo normativo in esame. Il TUF ha, infatti, introdotto rilevanti modifiche in materia, in relazione sia alla definizione dei soggetti attivi e delle condotte illecite, sia alle modalità sanzionatorie ed ai poteri di accertamento della CONSOB. Di particolare importanza sono le modifiche apportate sotto il profilo contenutistico e definitorio. In particolare si assiste al passaggio dalla nozione di "informazione riservata", (così la legge 157/91), a quella – propria della terminologia della direttiva comunitaria – di "informazione privilegiata". Il mutamento definitorio permette all'interprete di individuare con maggior certezza il bene oggetto di tutela, che gravita non tanto sulla "riservatezza" che circonda le notizie avute di mira (le quali sono destinate a divenire prima o poi di pubblico dominio), quanto piuttosto sulla posizione di "privilegio" che la loro conoscenza "anticipata" assicura ad un soggetto determinato rispetto alla generalità degli operatori, consentendogli di prevedere le future variazioni dei prezzi, e dunque di speculare su esse⁸⁴. Si verifica in tal modo un vero e proprio mutamento della condotta, ciò che si punisce con il TUF è la condotta intesa come abuso funzionale da parte di chi detiene informazioni privilegiate. In tal modo il legislatore incide sulla stessa tipicità dell'illecito, mutando la stessa fisionomia dell'illecito da obbligo di mera astensione a reato di condotta attiva⁸⁵.

A carico dell'*insider* non grava più il mero obbligo di astensione ma gli è vietato porre un reato a condotta attiva. Già sotto questo aspetto può affermarsi che il ruolo della pubblica accusa risulta notevolmente complicato dovendo la stessa dimostrare il nesso causale tra il possedere determinate informazioni e il conseguente sfruttamento delle stesse. E' evidente l'aggravamento dell'onere probatorio dell'accusa rispetto in passato, dal momento che in base alla disciplina previgente bastava al pm dimostrare la qualifica del soggetto agente, poiché il divieto di operare nel mercato borsistico era in stretta consequenzialità rispetto alla carica ricoperta, e prescindeva dalla prova delle modalità di utilizzo delle notizie riservate, mentre il TUF richiede la prova dell'abuso funzionale ovvero delle modalità di acquisizione e di utilizzo delle informazioni privilegiate. L'informazione privilegiata nel TUF non è più quella "che non sia stata resa pubblica" bensì quella "di cui il pubblico non dispone", ponendo così l'accento sull'effettiva e concreta indisponibilità al pubblico della stessa in un dato momento. In altri termini, la posizione di privilegio dell'*insider* si caratterizza non tanto per l'acquisizione d'informazioni che devono rimanere nel tempo

⁸⁴ BARTALENA, *Insider trading*, op., cit. 200

⁸⁵ BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Giurisprudenza Commentata* 1992, I, 661.

inaccessibili e indisponibili al pubblico, quanto per l'acquisizione anticipata di notizie che, non essendo ancora state divulgate, non sono riflesse dalle quotazioni attuali dei titoli, ma che comunque sono destinate a divenire di pubblico dominio in un momento successivo, quando l'*insider* avrà però già tratto profitto dallo scarto temporale a suo vantaggio. Sotto il medesimo profilo anziché di "informazione che non sia stata resa pubblica", come nell'articolo 3 della legge 157/91, si parla nel TUF, di "informazione di cui il pubblico non dispone", al fine di evidenziare come il venir meno del "privilegio" – e con essa del divieto di utilizzazione della notizia – sia legata non tanto all'adempimento di specifici obblighi pubblicitari, quanto piuttosto dall'obiettivo "accessibilità" del dato da parte della platea degli interessati: in altre parole ciò che conta non è la "effettiva divulgazione tra gli investitori" dell'informazione, ma la sua "conoscibilità potenziale".

Restano invece immutati gli indici di riconoscibilità delle informazioni avute di mira⁸⁶ e il requisito dell'idoneità della informazione, se resa pubblica, ad influenzare "sensibilmente" il prezzo dei suddetti strumenti (si tratta del requisito della *price sensitivity*). Per quanto concerne l'elemento soggettivo dell'illecito *de quo* il TUF non richiede anche che la volontà dell'agente sia connotata dalla finalità di trarre profitto dall'utilizzo delle notizie riservate, tuttavia secondo una parte della dottrina⁸⁷ la finalità di ottenere un vantaggio sarebbe insito nella condotta incriminata, tale tesi trova la sua argomentazione nella previsione espressa dall'art. 180 TUF per cui la norma incriminatrice non si applica "alle operazioni compiute per conto dello Stato Italiano, della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano Cambi per ragioni attinenti alla politica economica". La predetta formulazione denota, quindi, che la finalità lucrativa della fattispecie delittuosa in esame non sussiste quando la condotta dell'agente è caratterizzata da un pubblico interesse. E' vero che l'esplicita formulazione di tale finalità sarebbe stata maggiormente utile sotto il profilo dell'offensività della fattispecie, poiché in tal modo la repressione penale avrebbe avuto ad oggetto direttamente il patrimonio, mentre così si evidenzia ancora di più l'intento del legislatore di perseguire una utopica simmetria informativa. In realtà sebbene la dottrina⁸⁸ avesse più volte suggerito di aggravare la pena pecuniaria agganciandola al profitto, tale soluzione non aveva trovato accoglimento a causa della preoccupazione che una eccessiva sanzione pecuniaria potesse limitare le possibilità di sospendere condizionalmente la pena. E' tuttavia era auspicabile, già al momento dell'introduzione del TUF come lo è alla luce

⁸⁶ Si veda al riguardo ERMETES, *Commento all'art. 180*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, op., cit. 981.

⁸⁷ PAVAN, *Abuso di informazioni privilegiate*, op., cit. 590.

⁸⁸ SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Giuffrè 1989, 29 ss., in cui sottolineava l'imprescindibilità del ricorso a pene pecuniarie adeguate al disvalore dell'illecito e proporzionate al profitto realizzato dall'agente.

della legislazione vigente che su tale aspetto è rimasta invariata, che il giudice, sottoponga la vicenda posta al suo esame alla valutazione dell'offensività in concreto della condotta, di modo che escluso il dolo di profitto e verificata la mancanza di offensività in concreto della condotta, escluda l'abuso funzionale. Le maggiori innovazioni attengono, tuttavia, alla struttura delle condotte incriminatrici in conseguenza di una maggior valorizzazione dei principi di offensività e di *extrema ratio* della sanzione penale.

6. *Le previsioni originarie del TUF*

Le disposizioni del TUF che si procede ora ad individuare, per evitare di incorrere in confusione, sono quelle originariamente previste dal TUF, successivamente oggetto di modifica. L'individuazione di tali condotte, risulta comunque necessario al fine di mettere in evidenza le modifiche avvenute nella normativa oggetto di indagine nonché le conseguenze delle stesse sul piano della logica giuridica. Naturalmente per gli elementi costitutivi che non sono mutati per ragione di geometria giuridica verranno già effettuate nei seguenti paragrafi alcune valutazioni, salvo verificare se a seguito delle modifiche che hanno interessato le disposizioni che si procede ad illustrare si siano verificati dei mutamenti consequenziali sui medesimi elementi della fattispecie. Il TUF, rispetto all'assetto normativo preesistente, opera una semplificazione e una razionalizzazione delle fattispecie delittuose, le quali passano, infatti, dalle cinque già racchiuse nell'articolo 2 della legge 157/1991, alle tre delineate dall'articolo 180 del TUF. Anzitutto la prima condotta oggetto di sanzione penale è rappresentata dall'utilizzazione d'informazioni privilegiate: in particolare nella lett. a) dell'art.180 si punisce chiunque acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari e alla lett. b) chi avvalendosi delle informazioni medesime senza giustificato motivo dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)".

Si tratta del primo dei reati tipici degli *insiders* primari, in relazione al quale la condotta sanzionata riguarda non il mero possesso, bensì l'utilizzazione della conoscenza anticipata di informazioni privilegiate. È quindi necessario un collegamento tra la conoscenza della notizia *price sensitive* e la decisione di effettuare la negoziazione, non avendo alcun rilievo che dalla transazione medesima l'*insider* primario ricavi un profitto. In considerazione dell'ampia formulazione della fattispecie, nonché della natura propria del reato di specie è

opportuno individuare in via preliminare il novero dei soggetti attivi, ossia la portata effettiva della qualifica di *insider* richiesta per l'integrazione del reato *de quo*. Ponendosi sulla stessa linea tracciata dall'articolo 2 della legge 157/1991⁸⁹, il TUF non fornisce un elenco di *insider* basato sulle varie tipologie di soggetti, ma si limita a circoscrivere la categoria attraverso il richiamo alle modalità con cui il soggetto ha ottenuto l'informazione privilegiata oggetto del reato. Si tratta di una scelta particolarmente condivisibile in quanto fonda la qualità di soggetto attivo del reato su un elemento essenziale per la configurazione del reato medesimo, cioè il nesso di causalità tra funzione ricoperta dal soggetto e il conseguimento del vantaggio informativo. Perché si possa qualificare come *insider* un soggetto, pertanto, non basta semplicemente che il medesimo abbia rivestito una particolare carica, ma è necessario che la carica stessa sia la fonte dell'informazione che integra la fattispecie delittuosa⁹⁰. L'art. 184 lett b) riguarda la divulgazione d'informazioni privilegiate: si tratta dell'altro reato proprio degli *insiders* primari, che ha ad oggetto la messa a disposizione di terzi dell'informazione privilegiata, mediante la comunicazione della notizia senza giustificato motivo (la cosiddetta *tipping*, o "soffiata"), oppure il consiglio, dato sulla base di questa, di compiere operazioni su strumenti finanziari (il cosiddetto *tuyatage*), ancorché non sia svelata l'informazione su cui il suggerimento si fonda.

Sotto il profilo del rispetto del principio di offensività è possibile osservare come le condotte di *tipping* e *tuyatage* sottendano un disvalore minore, o per lo meno differente, rispetto alla condotta d'*insider trading* considerata in senso stretto. Mentre, infatti, l'*insider* che compie operazioni su strumenti finanziari in virtù del proprio vantaggio informativo lede direttamente la credibilità e la fiducia riposta dagli investitori nel mercato, lo stesso non può dirsi della condotta dell'*insider* che semplicemente suggerisce ad un terzo il compimento di un'operazione che potrebbe rivelarsi fruttuosa. Si osservi poi che nelle due ultime fattispecie la lesione della trasparenza del mercato è comunque rimessa alla volontà di chi è reso edotto delle informazioni (*tippee*) o di colui al quale è rivolto il consiglio (*tuyautee*). La situazione risulta maggiormente complicata nel caso di *tipping*, cioè in quanto la lesività della condotta è subordinata alle capacità interpretative del *tippee*, quest'ultimo infatti potrebbe trarre dall'informazione un significato economico differente

⁸⁹ Se il criterio di qualificazione dell'*insider* primario è rimasto identico rispetto a quanto indicato nella L. 157/1991, negli *insiders* secondari il TUF ha ricompreso anche quelli che acquisiscono informazioni *price sensitives* dai soci, visto che questi ultimi erano stati ingiustificatamente esclusi dalla legge previgente.

⁹⁰ Rimane fermo anche per il TUF la possibilità di sfruttare le informazioni privilegiate quando le stesse siano oggetto di una propria attività di ricerca così come chi produce il fatto oggetto dell'informazione privilegiata purché l'abbia conseguita in ragione della posizione ricoperta.

da quello che l'operatore suggerirebbe. Ci troviamo, pertanto, di fronte ad una classica ipotesi di normazione basata sull'uso della figura dogmatica dei reati "di pericolo di pericolo": al fine di evitare un'eccessiva anticipazione della soglia di punibilità si può quindi osservare che la probabile *ratio* punitiva delle condotte in esame risiede nella lesione, sottesa al compimento di dette condotte, del vincolo fiduciario intercorrente tra l'*insider* e la società per la quale opera.

Si è altresì, riproposta la clausola di non punibilità, già contenuta nell'art. 2 comma 2 L. n. 157/1991 per la quale la condotta è punibile soltanto nel caso in cui sia tenuta "senza giustificato motivo." Tale clausola elastica ha creato in passato notevoli incongruenze nella fase applicativa della norma. Infatti, è opinione qualificata che tale clausola di non punibilità richiami non solo le scriminanti codificate, ma anche quelle non codificate, pertanto, dal momento che l'attività dell'interprete non deve rimanere vincolata nell'ambito dei limiti previsti dalla causa di non punibilità dell'esercizio del diritto di cronaca e di conseguente critica, potrebbe accadere che un giudice ritenga scriminata la condotta di un giornalista che pubblichi un articolo contenente notizie privilegiate su titoli azionari quotati in borsa, alterando il normale andamento del mercato, con gravi danni per i risparmiatori, mentre potrebbe essere ritenuta punibile la ben meno grave condotta dell'impiegato di un istituto bancario che comunichi parziali notizie ad un proprio parente. L'inciso della lett. b) "senza giustificato motivo" si riferisce, come accennato, non solo alle scriminanti espressamente previste nell'ordinamento (ad esempio quelle di cui all'articolo 51 del c.p.), ma più in generale ad ogni situazione di carattere professionale capace di giustificare la comunicazione, a titolo di esempio possono citarsi i casi di comunicazioni infragruppo finalizzate alla redazione del bilancio consolidato e più genericamente le divulgazioni di notizie operate ai sensi dell'articolo 114 del TUF. Sono, pertanto, estranei alla fattispecie criminosa tutti quei passaggi di informazioni che perseguono finalità differenti rispetto a quello dello sfruttamento del vantaggio conseguito⁹¹.

Occorre ricordare che sia il reato di *tipping* che quello di *tuyautage*, come in genere l'*insider trading* e il reato di aggio sono punibili in base al dolo generico a prescindere dal fatto che poi il destinatario ponga in essere le operazioni suggerite dall'informazione o dall'*insider* stesso. Il reato si perfeziona con il trasferimento dell'informazione o del consiglio; il tentativo è astrattamente configurabile nel caso in cui si effettui la comunicazione, ma la stessa non pervenga al destinatario. La terza condotta

⁹¹ In tal senso MUSCO, *La società per azioni*, op., cit. 463; BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading* in *Giurisprudenza Commentata* 1992, I, 665.

oggetto di repressione penale consiste nell'utilizzazione secondaria d'informazioni privilegiate: si tratta di una fattispecie criminosa che ha come protagonisti gli *insiders* secondari, identificati come coloro che abbiano "ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate" da un *insider* primario. Si richiede la conoscenza da parte del *tippee* non soltanto del fatto che l'informazione ricevuta si possa identificare come privilegiata, ma anche che il soggetto che l'ha fornita (direttamente o indirettamente) vi abbia avuto accesso in ragione di situazioni che lo qualificano come *insider* primario. La norma in esame, alla luce dell'irragionevole equiparazione di situazioni soggettivamente ed oggettivamente diverse compiuta dalla legge n. 157/1991, che estendeva ai *tippees* tutti i divieti sanciti a carico degli *insiders* primari (divieto di insider trading, divieto di tipping, divieto di *tayautage*), prevede che i *tippees* siano penalmente responsabili nel solo caso di compimento di operazioni borsistiche su strumenti finanziari attuate attraverso lo sfruttamento delle informazioni privilegiate a loro pervenute (*trading*) e non più per la loro divulgazione (*tipping* e *tutayautage*). Sotto un profilo dogmatico si tratta di reati c.d. propri, ancorchè il legislatore abbia utilizzato il pronome indefinito "chiunque". Le prime due fattispecie possono essere, infatti, attuate solo dai c.d. *insiders* "primari" (ossia dei soggetti che hanno una capacità diretta di accesso all'informazione preferenziale), la terza condotta illustrata rientra pur sempre nei reati c.d. a mano propria in quanto la stessa può essere compiuta solo dal c.d. *tippees*, o *insiders* "secondari" (vale a dire di coloro cui l'informazione perviene a seguito di un'altra comunicazione). Più nel dettaglio, per quanto concerne la definizione dei soggetti attivi, il TUF ha mantenuto la tradizionale distinzione tra *insiders* primari e secondari, estendendo però la categoria dei primi. La qualità d'*insider* "primario" continua infatti ad essere collegata, sulla falsariga dell'articolo 2 comma 1 della legge 157/1991, al possesso di informazioni privilegiate "in ragione della partecipazione al capitale della società", "ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio". Tuttavia la formula normativa risulta, rispetto alla previgente formulazione, maggiormente ampia comprendendo nel suo ambito di applicazione tanto coloro che hanno accesso alle notizie in virtù della collocazione all'interno della struttura organizzata dell'ente (*insiders* "istituzionali" o "interni", o *corporate insider*), quanto coloro che, pur essendo estranei a detta struttura, risultino però collegati alla società da un particolare rapporto professionale o funzionale, atto a permettere una penetrazione informativa (*insiders* "temporanei" o "esterni", o *temporary insiders*: ad esempio i consulenti legali⁹²). Non risulta invece risolto il problema delle

⁹² La *temporary insider theory* prevede, sul piano concettuale, che i consulenti (legali, economici, finanziari) e coloro che prestino un'attività professionale in favore della società siano assimilabili agli insediati societari

persone giuridiche, questione per la cui soluzione occorrerà attendere il d.lgs. 231/2001. Relativamente alla condotta di sfruttamento di informazioni privilegiate deve rilevarsi che la lett. a) del comma 1 dell'articolo 180 costituisce uno degli elementi chiave per la comprensione dello spirito della nuova disciplina. Il TUF inserisce, infatti, tra gli elementi costitutivi del delitto il requisito dello sfruttamento delle informazioni privilegiate: requisito che, del resto, già figurava nel testo della direttiva CEE sull'*insider trading*⁹³. Nell'ambito del TUF, peraltro, è proprio l'articolo 180 (rubricato come "*abuso di informazioni privilegiate*") che riveste un'importanza fondamentale nello stesso sono infatti contenute una serie di definizioni: dalla condotta dell'*insider* primario e della fattispecie di *tipping* e *tuyautage*; alle disposizioni inerenti al regime sanzionatorio previsto per i predetti reati; alla nozione di "informazione privilegiata" integrante la condotta illecita. Per quanto riguarda propriamente la nozione di "informazione privilegiata" il comma 3 dell'articolo 180 del TUF precisa cosa esattamente si intende per informazione privilegiata, trattandosi di norma definitoria, la stessa costituisce un elemento normativo della fattispecie criminosa, essenziale per comprende le citate fattispecie illecite. Detto comma specifica le peculiarità idonee ad individuare l'informazione in questione, deve trattarsi di una informazione: 1) specifica di contenuto determinato; 2) di cui il pubblico non disponga; 3) concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari; 4) che se resa pubblica, sia idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo. Il requisito della specificità e determinatezza è essenziale per circoscrivere la nozione d'informazione privilegiata al fine di escludere i c.d. *rumors*, ossia le voci le congetture, le conoscenze non ancora cristallizzate, nonché quei dati ed elementi insuscettibili di assumere la valenza di un'informazione e la cui repressione aprirebbe varchi ad un'estrema incertezza⁹⁴. Per quanto concerne l'accertamento dell'informazione, non occorre un'offensività di tipo forte, ovvero che la stessa sia qualificabile come *hard information*, basta che abbia anche una minima rilevanza concreta, sono quindi, come già affermato escluse le mere congetture. Il principio di offensività in concreto, ossia rimesso alla valutazione del giudice sembra poi richiamato nella locuzione "di cui il pubblico non dispone". In tal modo si attribuisce rilevanza non tanto alle formali modalità di diffusione delle notizie bensì alla loro effettiva conoscibilità da parte del pubblico, ponendo così su piano distinti la divulgazione delle notizie secondo i mezzi previsti dalla legge, dalla oggettiva fruibilità delle notizie

nella determinazione dei loro doveri di riservatezza.

⁹³ Non risponde del delitto, quindi, l'intermediario finanziario il quale – avendo ricevuto informazioni privilegiate su un determinato titolo a seguito di un incarico conferito dalla società emittente – compia operazioni sul medesimo titolo in esecuzione di ordini impartiti da un diverso cliente, senza alcuna partecipazione al relativo processo decisionale.

⁹⁴ SEMINARA, *L'insider trading nella disciplina penalistica*, op., cit. 645-647.

divulgate. Ultimo ed essenziale requisito è la c.d. *price sensitivity* dell'informazione, richiedendosi l'idoneità dell'informazione, una volta resa pubblica, di incidere sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari. La valutazione dell'idoneità di influire sui prezzi degli strumenti finanziari deve essere accertata in concreto, valutando il singolo caso in esame, la valutazione in astratto è estranea al testo di legge; ciò in quanto da una parte l'enorme varietà degli strumenti finanziari quotati rende impossibile una valutazione legislativa effettuata *ex ante*, ed dall'altra perché ciò costituisce un sicuro mezzo per rafforzare l'accertamento dell'offensività in concreto. Nello stesso senso potrà risultare difficoltosa per il giudice l'accertare il *quantum* di incisività dell'informazione sui prezzi, tale valutazione andrà comunque effettuata attraverso il tradizionale sistema interpretativo della prognosi postuma, da operarsi tuttavia *ex ante* facendo cioè riferimento alla probabile impatto sui prezzi nel momento in cui fu commesso il fatto costituente reato. Sempre sotto il profilo dell'accertamento giudiziale si tenga conto che l'autorità giudiziaria deve tenere in considerazione non tanto la reale incidenza che l'informazione ha causato sui prezzi, quanto piuttosto la sua idoneità ad influenzarli, accertamento che si rileva particolarmente arduo per il giudice in considerazione della molteplicità dei fattori che incidono sulle quotazione dei mercati finanziari.

Relativamente al reato di aggioaggio rimane invariata anche nel TUF la sua classificazione tra i reati di mero pericolo, pertanto ciò che è oggetto della sanzione penale è la frode in sé indipendentemente dalle sue ripercussioni patrimoniali⁹⁵. Non è inoltre, in analogia delle disposizioni precedenti fatto riferimento al fine di lucro, nemmeno sotto il profilo dell'elemento soggettivo, trattandosi di reato punito penalmente a titolo di dolo generico. Si tratta in particolare di un illecito di mera condotta con cui il legislatore mira a perseguire l'obiettivo primario dell'efficienza del mercato, dal momento che la manipolazione dei prezzi impedisce agli stessi di riflettere il valore intrinseco dei titoli, costituendo in tal modo un fattore di inefficienza informativa⁹⁶. Il reato si realizza in base alle due condotte tipiche della "divulgazione di notizie false, esagerate e tendenziose o del compimento di operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi". Il riferimento all'apparenza di un mercato attivo costituisce una novità rispetto

⁹⁵ Per la realizzazione della fattispecie dell'aggioaggio, il TUF ha considerato soltanto il dolo generico, mentre con la precedente legge era previsto un aggravamento della pena nel caso in cui il soggetto fosse stato spinto dall'intento di provocare una sensibile variazione dei prezzi o l'apparenza di un mercato attivo. Nel TUF tali ipotesi sono state inserite direttamente nella definizione dell'illecito piuttosto che considerate come circostanze aggravanti, in modo da collegare il comportamento illecito al principio di corretto funzionamento del mercato.

⁹⁶ BARTALENA, *Abuso di informazioni privilegiate e aggioaggio su strumenti finanziari*, op.,cit.194.

a quanto disposto dalla legge 157/1991 dal momento che lo stesso è incluso tra gli elementi costitutivi del reato mentre in passato era relegato a mera circostanza aggravante. Sotto il profilo sanzionatorio, il TUF ha mantenuto, sulla falsariga della legislazione precedente, un sistema esclusivamente penale. Il legislatore, prevedendo unicamente sanzioni penali, non ha dunque considerato l'inefficienza del sistema penale in questo ambito, dimenticando ancora una volta il principio di sussidiarietà del diritto penale e tralasciando, altresì, le richieste dell'organo di vigilanza che auspicava l'introduzione di sanzioni amministrative da affiancare a quelle penali già esistenti. Il particolare, come si è più volte ricordato, il sistema penale è inadatto, per la rigidità che la caratterizza, a regolare una materia oggetto di continuo rinnovamento e quindi bisognosa di una disciplina duttile e flessibile. Pur tuttavia il legislatore è intervenuto sotto il profilo dell'inasprimento delle sanzioni applicabili in caso di violazione del divieto sia di *insider trading* che di aggio. In relazione all'*insider trading* è stato previsto un raddoppio tanto della durata massima della reclusione (portata a due anni), quanto della pena pecuniaria, resta ferma la facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo qualora il massimo edittale risulti inadeguato⁹⁷. Per quanto concerne il criterio per la valutazione dell'inadeguatezza posta alla base di tale aggravante mentre nella legge 157/1991 era costituito dalla "rilevante gravità del fatto", nel TUF sono, invece, stati stabiliti tre criteri da utilizzare per un eventuale incremento della pena, intervenendo così sulla discrezionalità del giudice in materia di circostanze indefinite. Nello specifico i criteri a cui il giudice deve attenersi nella valutazione dell'adeguatezza sono:

1. la rilevante offensività del reato: la sanzione pecuniaria è modulata in relazione al diverso disvalore che caratterizza la condotta di *trading* rispetto a quella di *tipping* o di *tayautage* tenute da un insider primario;
2. le qualità personali del soggetto colpevole del reato: implica una modulazione della sanzione pecuniaria in relazione al diverso disvalore che può essere riscontrato nella condotta di *trading* posta in essere da un *tippee* o da un *sub-tippee*;
3. l'entità del profitto realizzato con il comportamento illecito.

Come risulta dall'art. 180, comma 1 TUF, le sanzioni sono raddoppiate rispetto a quelle previste dalla legge 157/1991, si prevede, infatti, una pena detentiva fino a due anni e la multa da euro 10.329 a euro 309.874. Rimane tuttavia il forte *deficit* della normativa in

⁹⁷ Il fatto che nella disciplina in esame la maggiorazione della multa faccia ancora riferimento al massimo edittale e non al profitto, e che il minimo risulti sganciato da quest'ultimo, trova comunque giustificazione nell'esigenza di consentire al reo di fruire del beneficio della sospensione condizionale della pena (art. 135 c.p.), che richiede che la multa sia di modesta entità.

commento, per cui la sanzione penale non è, analogamente a quanto previsto dalla legge 157/91, affiancata da nessun rimedio alternativo. Si tenga in considerazione che il *quantum* di pena finale può comunque essere interamente convertito in pena pecuniaria, rendendo in questo modo la minaccia della pena poco deterrente, e restando la pena detentiva solo una vana minaccia anche per l'*insider* che avesse posto in essere la condotta più grave⁹⁸. Di notevole importanza è poi l'introduzione della misura di sicurezza patrimoniale costituita dalla confisca, il TUF ha, infatti, previsto che in caso di condanna e di applicazione della pena sia sempre ordinata la confisca dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per compiere il reato, nonché dei beni che ne costituiscono il profitto, salvo che essi appartengano a persone estranee al reato. La previsione di tale misura di sicurezza patrimoniale costituisce un elemento particolarmente importante sotto il profilo della deterrenza e della funzione general – preventiva della pena. Anche in relazione al reato di aggio, analogamente da quanto previsto dal TUF relativamente al reato di *insider trading*, sono state introdotte pene più severe, con l'elevazione del massimo della pena detentiva a cinque anni, prevedendo che “la sensibile alterazione del prezzo” e “l'apparenza del mercato attivo”, oltre a costituire fattori tipizzanti delle condotte fraudolente, assolvano anche alla funzione di elementi costitutivi della circostanza aggravante⁹⁹. Il TUF ha poi riproposto tre ipotesi, già indicate nella legge n.157/1991, il cui verificarsi comporta un raddoppio delle pene:

1. che il fatto sia commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri oppure che dal fatto possa derivare un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, come previsto dall'art. 501 c.p.;
2. che si rendano autori del fatto tutta una serie di soggetti qualificati;
3. che la condotta sia posta in essere a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa (il c.d. *scalping*).

Sempre sotto il profilo dell'inasprimento delle pene, rilevano le pene accessorie, infatti, l'articolo 182 TUF stabilisce che chi è stato condannato per i reati di *insider trading* o

⁹⁸ NAPOLEONI, *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 1998, dove l'autore sostiene che, data la monetizzabilità in termini tutt'altro che allarmanti per uno speculatore di borsa della pena detentiva, essa può essere facilmente rubricata come “voce di rischio” o “di costo” dell'operazione incriminata. Non vi è dubbio che l'*habitus* mentale “classico” dell'interprete è concettualmente legato alla maggiore rilevanza della detenzione; la pena pecuniaria rimane sanzione marginale. Sulla formazione di tale prassi giurisprudenziale influiscono, senza dubbio, gli influssi del pensiero cattolico e di quello illuminista, che incentrano il proprio interesse sull'uomo e sulla sua capacità di scelta, cosciente e volontaria. Conseguentemente, la pena per eccellenza è la privazione della libertà personale intesa quale strumento di punizione per la condotta volutamente antisociale dell'individuo. Sul punto DOLCINI, *Discrezionalità del giudice e diritto penale*, in AA.VV. *Diritto penale in trasformazione*, Milano, 1985, 283.

⁹⁹ BELLI, *Commento agli artt. 180-187*, in BELLI - MAZZINI - TEDESCHI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano 1998, 264-265.

aggiotaggio su strumenti finanziari incorra nelle pene accessorie di interdizione dai pubblici uffici (articolo 28 c.p.); interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 c.p.); interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32-*bis* c.p.); incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32-*ter* c.p.) per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni. Si prevede, altresì, che la sentenza di condanna sia pubblicata su almeno due quotidiani di diffusione nazionale, con la precisazione particolarmente rilevante, sotto il profilo della deterrenza delle sanzioni accessorie, per cui uno dei quotidiani debba avere natura economica. Com'è noto, le pene accessorie possono perseguire varie finalità nel caso dell'*insider trading* è tuttavia ipotizzabile che le stesse abbiano un fine per lo più afflittivo. Ciò in quanto specialmente in un reato la cui pena è interamente suscettibile di conversione monetaria, le inabilitazioni conseguenti a dette sanzioni aggiuntive possono dispiegare un'efficacia deterrente anche maggiore rispetto alla pena principale. Inoltre le pene accessorie avendo carattere interdittivo sono funzionali anche a prevenire la recidiva del soggetto che ha posto in essere la condotta criminosa nell'esercizio di una professione o di un'attività economica¹⁰⁰. In ultimo, occorre illustrare, con specifico riferimento al principio di territorialità della sanzione penale, l'ambito applicativo degli articoli citati. In particolare, l'art. 183 TUF delimitava il campo di applicazione, sancendo al comma 1 che "i reati previsti dagli articoli 180 e 181 (oggi art. 2637 c.c.) sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari negoziati presso mercati regolamentati italiani". La predetta previsione si presenta *prima facie* in contrasto con i principi generali in tema di applicazione spaziale della legge penale. Infatti, dalla sfera applicativa stabilita dall'art. 6 c.p. risultano estranee le ipotesi in cui il fatto sia stato per intero commesso all'estero. L'incompatibilità evocata è solo apparente, visto che si tratta di una norma speciale che, in conformità con l'art. 7 c.p., rivendica la specifica punibilità di fatti commessi all'estero secondo la legge italiana. La *ratio* della speciale previsione risiede nelle potenziali conseguenze lesive delle condotte sul mercato nazionale, posto che gli strumenti finanziari sono negoziati in Italia o hanno richiesto di esservi negoziati. In forza di tale disposizione si estende, dunque, anche al di là dei confini nazionali, la disciplina italiana. Tale deroga al principio di territorialità risulta del tutto giustificata in un settore come quello dei mercati finanziari nei quali è possibile porre in essere operazioni speculative transfrontaliere a prescindere dal luogo in cui ci si trovi. La previsione in commento è in piena armonia con la direttiva 89/592/CE sull'*insider trading*, la quale

¹⁰⁰ Per la disamina relativa si veda GAETANO POLVEROSI, *Commento all'art. 182*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, op., cit. 1016-1018.

sottolineava nei suoi Considerando la necessità che tutti i paesi europei si dotassero in materia di una disciplina armonizzata, al fine di contrastare meglio le operazioni transfrontaliere effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate. Alla luce della previsione in commento può quindi affermarsi che le disposizioni in materia d'*insider trading* e aggioaggio trovino applicazione anche nei confronti delle condotte poste in essere in Italia ma aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati in un paese aderente all'Unione Europea ovvero verso condotte poste in essere all'estero aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato italiano. Dall'analisi della disciplina illustrata si può affermare che il TUF pur colmando alcune lacune presenti nella legge 157/1991 non sia stato in grado di affrontare in modo esaustivo le criticità presenti nella precedente legislazione, tant'è che l'allora Presidente della CONSOB, Tommaso Padoa Schioppa, nell'incontro annuale con il mercato finanziario tenutosi a Milano il 7 aprile 1998, definì la nuova legislazione dell'*insider trading* prevista dal TUF "un'occasione mancata", auspicando così un nuovo intervento legislativo in materia. La motivazione di tale affermazione è probabilmente da ricercare nel fatto che con la riforma compiuta dal TUF, oltre al mancato rafforzamento dei poteri della CONSOB erano state riproposte le sanzioni penali senza l'introduzione di quelle amministrative¹⁰¹. Si consideri, inoltre, che nella disciplina regolata nel TUF restavano comunque delle zone grigie rappresentate da casi in cui l'abuso di informazioni privilegiate si presentava in forme "spurie" o quanto meno peculiari. Tali ipotesi trovavano spesso una disciplina in ordinamenti stranieri (in particolar modo anglosassoni), ma erano sconosciute al *corpus* normativo italiano e non era possibile farveli rientrare, stante il principio di tassatività e di conseguente divieto di analogia in materia penale. Si pensi ad esempio ai fenomeni di *front running*, cioè quando l'intermediario effettua per conto proprio operazioni dello stesso segno di quelle che compie per conto di un cliente (ad esempio nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto); o ancora ai casi di *warehousing* quando l'intermediario, a conoscenza dell'imminente lancio di un'offerta pubblica di acquisto da parte di un cliente, acquista titoli della società bersaglio per poi rivenderglieli.

7. La legge 61/2002 e il nuovo articolo 2637 c.c.

Un forte impulso per la riforma della disciplina tratteggiata è stata offerto dal legislatore comunitario, tuttavia la prima rivisitazione della norme illustrate è avvenuta ad opera di

¹⁰¹ LINCiano - MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, op., cit. 104 ss.

quello nazionale con la legge 61/2002 concernente la riforma degli illeciti penali e amministrativi per le società commerciali.

La legge appena citata perseguiva il fine di razionalizzare il sistema penale societario, prevedendo una normativa organica ed unitaria. Con tale riforma del diritto societario, infatti, si è provveduto ad una ridefinizione delle tipologie di illeciti, penali e amministrativi relativi alle società commerciali, in piena rispondenza con i criteri di delega conferiti, al riguardo, nell'ambito dell'art. 11 L. 366/2001.

La revisione attuata in materia ha risposto ad un obiettivo generale di razionalizzazione, seguendo specifiche direttrici che possono essere così sintetizzate:

1. riduzione del numero delle fattispecie penalmente rilevanti;
2. introduzione di espresse previsioni in grado di colmare lacune di tutela altrimenti esistenti;
3. ricostruzione di ogni fattispecie secondo criteri direttamente espressivi dei principi costituzionali in materia.

In particolare con riferimento all'obiettivo n. 3), il medesimo era principalmente correlato alla necessità di una maggiore determinatezza e tassatività degli illeciti penali commerciali, a quest'ultimo proposito, è possibile rilevare come la riforma in esame abbia maggiormente valorizzato il principio di determinatezza che deve necessariamente presiedere alla descrizione ad opera del legislatore di ogni illecito. All'interno della legge *de qua* ogni fattispecie penale veniva, infatti, definita secondo i criteri di tassatività, precisione e determinatezza. Ciò alla luce della convinzione che solo in presenza di un precetto chiaro ed univoco, in grado di definire in maniera netta i contorni della violazione sanzionata, può correttamente esplicarsi la reazione punitiva dell'ordinamento. Solo in questo caso la condotta illecita può considerarsi conseguenza della consapevolezza richiesta per la commissione di ogni illecito penale. Il principio di tassatività tratteggia infatti la linea di demarcazione tra ciò che è illecito e ciò che non lo è, delimitando in questo modo anche l'arbitrio del potere giudiziario.

La riforma appare altresì fortemente improntata alla valorizzazione del principio offensività; come è noto il predetto principio presuppone che ciascuna fattispecie sia costruita in modo tale da privilegiare costantemente l'effettiva lesività delle relative condotte illecite. Questo spiega perché nella disciplina in commento l'intervento della sanzione penale ha ad oggetto unicamente le azioni che abbiano arrecato effettivamente la

lesione o la messa in pericolo dei beni giuridici oggetto di tutela, rifiutando così di ricorrere ad un intervento repressivo in termini penale per la semplice inosservanza al precetto. In altri termini la scelta di fondo operata dalla nuova disciplina è quella di un rafforzamento del principio di offensività: la struttura degli illeciti penali e amministrati concernenti le società commerciali privilegia una opzione incentrata sulla lesività in concreto, non basta quindi la mera violazione di leggi, precetti o regole, ma la sanzione penale è tutta subordinata al verificarsi di un danno per i beni giuridici oggetto di tutela. Sono state così abbandonate tecniche alternative d'individuazione delle fattispecie penalmente rilevanti, improntate su scelte di tutela avanzata perseguita attraverso la formulazione di reati di mero pericolo ovvero ancora con la discutibile categoria dei reati di pericolo di pericolo. Si è dunque optato per la scelta di un intervento repressivo penale maggiormente conforme ai principi costituzionali di offensività e di necessaria lesività della condotta sanzionata. Pertanto il soggetto potrà essere punito solo allorchè risulti effettivamente leso l'interesse alla cui tutela la disposizione penale mira, che può rintracciarsi nell'interesse dei creditori o dei soci alla trasparenza della gestione societaria ed in un ultimo alla regolarità del mercato. Ove, invece, pur in presenza di una condotta non conforme alla legge, detti interessi non abbiano subito nessun concreto nocumento non si procederà all'applicazione di conseguenze penali, quanto di sanzioni di diversa natura, di carattere amministrativo e/o pecuniario. La nuova normativa si distacca notevolmente dalla disciplina antecedente, che come si ha avuto modo di illustrare, considerava penalmente riprovevole anche la condotta suscettibile di arrecare solo un pericolo di lesione e non necessariamente un danno effettivo e concreto¹⁰². Con la predetta legge si è, quindi in ultima analisi, proceduto a una razionalizzazione degli articoli del codice civile, attraverso la modifica del Titolo XI del Libro V del codice civile, con la sostituzione delle norme in esso contenute con una nuova disciplina racchiusa nei nuovi articoli 2621 – 2641. Anche il precedente articolo 2628 c.c. che disciplinava l'aggiotaggio è stato rimosso e sostituito. Come si è già ampiamente illustrato la disciplina in materia di aggiotaggio era già stata oggetto di rivisitazione da parte del TUF insieme a quella di *insider trading*. La nuova disciplina si caratterizza per l'opera di semplificazione e di maggior specificazione degli elementi costitutivi del reato. In particolare, al fine di perseguire una maggiore razionalizzazione della disciplina in materia d'illeciti di abusi mercato, sono stata unificate le varie figure di aggiotaggio presenti nel nostro ordinamento. Attualmente, la disciplina

¹⁰² È evidente che il principio della concreta offensività quale presupposto per la rilevanza penale della condotta illecita risulta profondamente innovativo rispetto al passato, così come l'ulteriore principio chiave della riforma in esame, rappresentato dalla procedibilità a querela, che al primo strettamente si correla.

dell'aggiotaggio è contenuta nel Capo IV “*degli altri illeciti delle circostanze attenuanti e delle misure di sicurezza patrimoniale*”. Il nuovo articolo 2637 c.c. dispone che “chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati, o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni”. Risulta così eliminato il precedente riferimento alle notizie “esagerate o tendenziose”, espressione considerata sovrabbondante rispetto al requisito della falsità; la selezione delle condotte punibili rimane così affidata al requisito della idoneità a provocare una alterazione dei prezzi¹⁰³. Occorre, infine, effettuare una precisazione per quanto concerne la disciplina del concorso di reati, verificando la possibilità di un concorso apparente tra il reato di manipolazione del mercato e di *insider trading*. Si è già accennato alla differenza tra l'attività d'*insider trading* e quella di manipolazione del mercato.

Quest'ultima è un'operazione che può definirsi speculare a quella che compie l'*insider*, dal momento che la stessa non consiste nell'utilizzo di un'informazione vera ma riservata, bensì nella divulgazione di un'informazione falsa e comunque nell'artificiosa movimentazione del mercato; ed è un comportamento che si differenzia per l'attività posta in essere dall'*insider trading*: l'*insider* è punito indipendentemente dal fatto che lo stesso abbia effettivamente inciso sul prezzo dei titoli, eventualità questa che comporta soltanto un inasprimento della sanzione. In considerazione dei diversi elementi costitutivi che contraddistinguono le due fattispecie penali, qualora il soggetto ponesse nello stesso tempo l'attività manipolativa e d'*insider trading* opererebbe la disciplina del concorso di reati, dal momento che come specificato le due condotte sono agli antipodi e, pertanto, non è configurabile un rapporto di specialità tra le norme.

In via di considerazioni conclusive si ritiene che la riforma operata nel 2002, se pur rilevante, non ha risposto alle esigenze degli interpreti che si aspettavano a seguito delle prime modifiche ad opera del TUF un adeguamento ancor più incisivo della normativa in materia di *insider trading* e aggiotaggio, tenuto conto degli ingenti sviluppi dei mercati borsistici italiani, caratterizzati a partire dai primi anni Novanta da sistemi telematici di

¹⁰³ Anche in questo caso, quindi, viene applicato il principio generale della concreta lesività del comportamento illecito, individuando quale soggetto responsabile chiunque diffonda notizie false o ponga in essere artifici in grado di alterare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari o tali da incidere in modo significativo sull'affidamento del pubblico in relazione alla solidità di banche e gruppi bancari.

negoziazione, nonché dallo scambio di nuovi strumenti, rappresentati dagli strumenti derivati.

8. *La situazione esistente in Italia al momento dell'adozione delle direttive del 2003 e 2004*

L'esame della situazione normativa esistente al momento del recepimento delle direttive del 2003 e del 2004 può essere utile per fornire all'interprete la chiave di lettura delle scelte del legislatore nazionale in sede di attuazione della normativa europea in materia di abusi di mercato.

Nell'ambito dei fattori da considerare vi è anzitutto la storica classificazione della condotta di aggio e simili come reati, per lo più di matrice delittuosa e dunque, rispetto all'intera categoria delle condotte riconducibile agli abusi di mercato, il disvalore di tali condotte viene represso mediante la sanzione penale.

Sotto il medesimo profilo non può non porsi l'accento su quanto messo in evidenza dalla dottrina specialistica¹⁰⁴ ovvero una evidente discrasia tra le regole e le esigenze del mondo economico-finanziario ed i principi informanti il diritto penale.

Tale considerazione costituisce la conseguenza dei contorni non sempre chiari delle pratiche di abuso di mercato, suscettibili di censure accompagnata alla tendenza di chi abitualmente opera nei mercati a reputare – a differenza della massa degli investitori – non illecite alcune condotte riconducibili alla manipolazione *trade based*.

Sul piano prettamente interpretativo, diretta conseguenza della situazione appena delineata è stata una sostanziale mancanza di sensibilità nazionale per i fenomeni di *insider trading*, al di là della dottrina specialistica e un orientamento giuridico per lo più orientato in senso “benevolente” alle condotte abusive dei soggetti operanti nei mercati finanziari. Sempre sul versante della sanzione penale non può inoltre dimenticarsi che la scelta di tale disciplina è stata per alcuni Stati indotta dai rapporti commerciali intrattenuti con altri ordinamenti che punivano con la predetta sanzione le pratiche abusive.

E' evidente, infatti, che se gli Stati caratterizzati dai mercati di strumenti finanziari più importanti adottano sanzioni contro le pratiche di *market abuse*, il loro peso nel lungo

¹⁰⁴ FANELLI, *Insider trading*, op., cit. 11- 12. Specifica l'autrice che l'ordinamento si trova ad incidere anche sul sentire di quegli operatori economico-finanziari altrimenti propensi o per lo meno indifferenti a pratiche oggi qualificate dal diritto come abusive e sanzionate penalmente, nel senso che la contrapposizione non è più tra diritto e finanza quanto piuttosto fra il diritto ed una parte della finanza che non si è ancora adeguata ad esso.

periodo indurrà le nazioni che pretendono di avere rapporti commerciali con essi ad adeguarsi in qualche modo alle loro scelte¹⁰⁵.

9. La Direttiva 6/2003 e la legge comunitaria 18 aprile 2005, n. 62

La dottrina specialistica aveva già da tempo segnalato l'insufficienza delle fattispecie previste, le principali critiche vertevano sulla incapacità della normativa allora vigente di arginare il fenomeno degli abusi di mercato. Si osservava, infatti, che l'abbandono del modello punitivo ispirato alla teoria del *disclose or abstain*, in favore dell'accentuazione dell'elemento dello sfruttamento del vantaggio informativo (sintetizzato nella locuzione "avvalendosi") aveva finito per aggravare eccessivamente le difficoltà probatorie per l'accusa¹⁰⁶. Inoltre, si lamentava l'insufficienza del solo sistema penale, non accompagnato dalle sanzioni amministrative, nel reprimere gli abusi. In ultimo, si sottolineava che la graduazione delle condotte tra *insider* primari e secondari introdotta dal TUF, non trovava una conferma sul piano sanzionatorio¹⁰⁷.

Le maggiori innovazioni in materia d'*insider trading* sono state determinate dal fondamentale impulso del legislatore comunitario, ed in particolare attraverso la direttiva 6/2003.

Come si è già messo in luce in precedenza, la direttiva persegue la finalità di creare giusti modelli per mezzo dei quali garantire un'equa comunicazione delle informazioni privilegiate¹⁰⁸. Nello specifico, l'intervento comunitario ha inteso occuparsi dei fenomeni di abusivo sfruttamento delle informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato attraverso una regolamentazione comune per tutti i paesi appartenenti all'eurozona. Tra gli obiettivi del legislatore comunitario rilevano:

1. l'introduzione di una uniforme regolamentazione del fenomeno informativo al fine di facilitare l'operatività transfrontaliera degli operatori ed accrescere la fiducia degli investitori nei mercati;

¹⁰⁵ Paradigmatica fu nel 1988 la decisione della Confederazione Elvetica di dotarsi di una normativa penale in ragione delle pressioni ricevute dall'USA. Sotto tale profilo si ricordi che negli USA vi è sempre stata una repressione di stampo penalistico, la quale a partire dagli anni 80 del secolo scorso ha avuto un indubbio inasprimento.

¹⁰⁶ Così SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Giuffrè, 1989, 29 ss.

¹⁰⁷ In questi termini, *cf.* la questione di legittimità costituzionale per eccesso di delega sollevata d'ufficio dalla Corte di Appello di Brescia, n. 943 del 2004.

¹⁰⁸ ANNUNZIATA, *Il recepimento della Market Abuse Directive*, in *Corr. Giur.*, 2006, 745; CHIARUTTINI, *Nuova legge sulla market abuse e adeguamento dei modelli organizzativi: spunti di riflessione*, in *Riv. dir. Comm.*, 2006, 153; FIECCONI *La nuova disciplina della market abuse. L'insiders list: i suoi obiettivi e la valutazione dei suoi contenuti*, in *Corr. Giur.*, 2006, 1768; CAMERA, *Ancora in materia di market abuse: criteri per l'individuazione del profitto confiscabile*, in *Foro ambr.*, 2007, 466.

2. la predisposizione di una disciplina dell'informazione che, prevenendo abusi e manipolazioni, garantisca l'integrità del mercato finanziario;
3. l'introduzione di una regolamentazione organica che intervenendo su una pluralità di aspetti e con una pluralità di strumenti assicuri una corretta produzione, gestione e diffusione di quelle informazioni essenziali per un aumento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari.

La direttiva 6/2003 persegue quindi come obiettivo principale quello di incrementare il livello di trasparenza nei mercati finanziari, mediante l'imposizione ai soggetti che hanno accesso alle informazioni rilevanti, di obblighi comportamentali ed organizzativi. Le finalità perseguite dalla direttiva e poi attuate dal legislatore in sede di recepimento della stessa richiamano alla memoria, a parere di chi scrive, il pensiero di origine smithiana, connotato da un'ottimistica fiducia nelle facoltà del mercato di risolvere i conflitti fra le singole utilità degli operatori, nel perseguimento di un benessere generale¹⁰⁹.

La direttiva è stata recepita in Italia con la legge comunitaria del 2004, legge n. 62/2005, creando in tal modo l'occasione per una modifica sostanziale delle disposizioni del TUF. Con tale recepimento, avvenuto sulla base di un *iter* legislativo piuttosto lungo e travagliato¹¹⁰, è stata di nuovo profondamente riformata la disciplina relativa agli illeciti concernenti gli abusi mercato, con particolare riferimento all'abuso di informazioni privilegiate, cui si affianca adesso la manipolazione del mercato. Il dettaglio con cui il Parlamento italiano ha proceduto nell'attuare la nuova direttiva è il sintomo non solo di una preoccupazione nazionale ma soprattutto dell'"invadenza" del legislatore comunitario in questa materia, proprio perché la precedente esperienza ha deluso quanto alla capacità dei singoli Stati membri di dotarsi autonomamente di un apparato per combattere con successo gli abusi di mercato. E' chiaro il messaggio per cui ogni Stato deve abituarsi a

¹⁰⁹ Il riferimento è alla teoria dell'*invisible hand*, cardine della dottrina liberale del *laissez faire* (SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nation*, University of Chicago Edition, 1976, 443); cfr: anche la citazione di VON HAYEK, Premio Nobel per l'economia nel 1974: "dopo tutto, qualsiasi cosa il mercato faccia, non possiamo fare di meglio sul piano intellettuale".

¹¹⁰ Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato sarebbe dovuto avvenire entro il 12 ottobre 2004, ma la scadenza non è stata rispettata. Dapprima detto recepimento era stato previsto nell'ambito della Legge comunitaria 2003, per poi essere inserito nel decreto legislativo sulla tutela del risparmio, che avrebbe dovuto rappresentare la tempestiva risposta ai mercati ed ai risparmiatori nazionali alle rovinose crisi Cirio e Parmalat; ma quella che doveva essere una legge analoga alla *Sarbanes-Oxley Act* – la legge con cui negli Stati Uniti si è risposto alle gravi crisi societarie che avevano scosso la fiducia dei risparmiatori e rappresentato un vero terremoto per i mercati finanziari –, vale a dire un provvedimento rivoluzionario da approvare in tempi molto stretti, si è "impantanato" nelle discussioni parlamentari. Per dare una qualche risposta ai risparmiatori, si è allora pensato di staccare dal ddl sul risparmio il recepimento in esame per inserirlo nella Legge comunitaria, questa volta del 2004. Per accelerare i tempi, non si è seguita la prassi abituale di delegare il governo all'emanazione di un successivo decreto legislativo, ma si è deciso un recepimento immediato con la stessa legge comunitaria 2004 che, approvata come legge 18 aprile 2005, n. 62, all'art. 9 traccia la nuova normativa in tema di abusi di mercato conseguente al recepimento della Direttiva 2003/6/CE.

ragionare non più come una “monade nel deserto” ma in termini di conformità di qualsiasi norma interna con i principi espressi dal diritto comunitario.

A seguito della legge 62/2005 si assiste ad un duplice modalità di regolamentazione, da una parte vi è stata la riformulazione della Parte V, Titolo I, Capo IV del TUF introducendo un nuovo Titolo I-bis rubricato “*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*”, dall'altra molte disposizioni sono state recepite così come contenute nella direttiva 6/2003. Ciò in quanto si è voluto mantenere una definizione ampia di abuso di mercato, al fine di comprendere in tale categoria sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato, entrambi definiti in termini abbastanza flessibili da garantire che potessero esservi opportunamente ricomprese anche eventuali nuove pratiche abusive.

In primo luogo il legislatore ha previsto, superando quello che era da sempre considerata una lacuna in materia di abusi di mercato, accanto alla sanzione penale quella amministrativa, effettuando una doppia qualificazione sia dell'abuso di informazioni privilegiate che della manipolazione del mercato come illeciti penali e amministrativi. Viene definitivamente ribadito che si ha abuso di informazioni privilegiate quando “chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate, in ragione della sua qualità di membro dell'organo di amministrazione, di direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica o di un ufficio”, ponga in essere una delle seguenti condotte:

1. acquisto, vendita o compimento di operazioni per conto proprio o di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (cosiddetto *insider trading*);
2. comunicazione di informazioni privilegiate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (cosiddetto *tipping*);
3. raccomandazione o induzione al compimento di talune delle operazioni sopraindicate (cosiddetto *tuyautage*).

Anche la nozione di “informazione privilegiata” è oggetto di apposito articolo: il nuovo articolo 181 del TUF descrive dettagliatamente i requisiti che la stessa deve avere, in particolare: (i) deve avere carattere preciso; (ii) non deve essere stata resa pubblica; (iii) deve concernere, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari; (iv) se resa pubblica, deve avere la potenzialità di influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*). E' bene precisare che la nozione d'informazione privilegiata deve essere accertata da parte

dell'organo giudicante in base al più volte menzionato criterio di prognosi postuma, accertando *ex ante* la presenza di entrambi i requisiti richiesti dalla legge.

Il legislatore al fine di circoscrivere maggiormente l'ambito dell'illecito ha ritenuto di soffermarsi, specificandone il contenuto, sia sul carattere della "precisione" sia su quello della *price sensitive*, in quanto l'informazione deve essere connotata da entrambe le caratteristiche. Andando ad esaminare entrambi i requisiti, il legislatore ha specificato che una informazione ha carattere preciso quando: si riferisce ad un complesso di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che verranno ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà, ed è sufficientemente specifica in modo da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari. Nell'accertamento di questo requisito il giudice, sempre in base al criterio della c.d. prognosi postuma, dovrà effettuare il giudizio di probabilità del verificarsi dell'evento in base a criteri oggettivi. Ne consegue che la mancata verifica dell'evento non impedisce di qualificare l'informazione come privilegiata sulla base del menzionato criterio della prognosi postuma. Tale giudizio di probabilità che dovrà effettuare l'autorità giudiziaria sarà tanto più complicato quando si tratti di fattispecie a formazione progressiva, si pensi, a titolo esemplificativo, alle operazioni di fusione ed acquisizione che costituiscono lo sbocco di un processo caratterizzato da fasi per così dire "anticipatorie" dell'evento finale. Il requisito della specificità è, invece, necessario per evitare che nella nozione d'informazione privilegiata rientrino anche le semplici voci di mercato (c.d. *rumors*) nonché le previsioni, le stime, le mere speculazioni (c.d. *soft information* e *forward looking information*). Sul punto una recente sentenza del Tribunale di Brescia in tema d'*insider trading*¹¹¹, ha precisando che: "l'informazione specifica e di contenuto determinato si può riferire ad un accadimento non ancora certo, ma che abbia elevata probabilità di verifica, da collocarsi in un futuro prossimo". Per quanto concerne invece la seconda caratteristica che deve avere l'informazione ossia la *price sensitive*, il TUF specifica che una informazione ha tale caratteristica quando "presumibilmente un investitore ragionevole (la) utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento" (art. 181, co. 4). Per comprendere meglio il concetto di *price sensitive* è possibile utilizzare la precisazione contenuta nei "Considerando" della Direttiva 2002/124/CE per cui un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento

¹¹¹ Trib. Brescia 25 giugno 2002, op., cit. 732, con nota di RAGNI. SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1998, 327; GIAVAZZI, *Insider trading e profili di incostituzionalità*, ivi, 2004, 343.

sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili *ex ante*. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione d'investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili *ex ante*.

Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dall'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento". Si noti che entrambi i requisiti della specificità e della determinatezza sono intrinsecamente subordinati al requisito della *price sensitivity*, tale legame è talmente stretto che nella giurisprudenza statunitense i due elementi sono accomunati in una unica nozione quella della *materiality*. Sotto il profilo del principio di territorialità del diritto penale, è quindi dell'applicazione della normativa *de quo*, è confermata la precedente impostazione che circoscriveva l'ambito applicativo della legge ai "reati e gli illeciti di cui al presente anche se commessi all'estero, purché attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata fatta richiesta d'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentare italiano". Sempre con riferimento all'area di applicazione della normativa vengono ribadite poi le clausole di esclusione, delimitando così i casi in cui la disciplina in materia di abusi di mercato trova applicazione ossia:

1. nei confronti delle operazioni di politica monetaria, valutaria, di gestione del debito pubblico, compiute da qualsiasi Stato membro o da una sua Banca Centrale, dal sistema europeo delle Banche Centrali o da qualsiasi ente o soggetto che agisca in loro nome e per loro conto. Si tratta di un'esenzione basta su motivazioni che si pongono al di sopra della tutela dell'integrità e dell'efficienza del mercato; peraltro la particolare natura dei soggetti agenti rende tale esenzione giustificabile;
2. nei confronti di negoziazioni di azioni, obbligazioni o di altri strumenti propri quotati, effettuate nell'ambito di un programma di riacquisto da parte di un emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari che rispettino le condizioni stabilite dalla CONSOB con regolamento. Tale previsione potrebbe di primo acchito destare stupore, dal momento che le ipotesi considerate, sotto il profilo eminentemente pratico costituiscono un terreno assai fertile per gli abusi di mercato. Tuttavia tale esclusione si giustifica dal momento che le operazioni in discorso sono realizzate nel rispetto di limiti formali contemplati nei Regolamenti CONSOB. Come si è rilevato, in dottrina, in tal modo si mira ad un

obiettivo “di omogeneizzazione giuridica sul piano comunitario di situazione le cui modalità di attuazione ne escludono l’illiceità”¹¹².

Per quanto concerne l’individuazione dei soggetti attivi dei reati in esame, per quest’ultimi rimane ferma la precedente qualificazione degli stessi nell’area dei reati c.d. propri, vengono tuttavia specificamente delineati i soggetti attivi della condotta, facendo così assumere ai reati in questione la più particolare specificazione di reati proprio esclusivi o di mano propria, ponendo così all’interprete l’ulteriore tematica del concorso dell’*extraneus* in tali reati con la conseguente problematica collegata all’applicazione dell’art. 117 c.p. Quest’ultima tematica sarà adeguatamente affrontata nel successivo capitolo relativo alle ripercussioni nel sistema del diritto penale tradizionale di tali innovative fattispecie criminose. L’individuazione dei soggetti attivi dei reati risulta pertanto particolarmente circoscritta dal TUF; destinatari della normativa in materia sono infatti gli:

1. *insiders primari*: intendendosi coloro che vengono in possesso dell’informazione privilegiata in ragione delle loro qualità istituzionali ovvero in ragione della loro attività, nonché partecipazione al capitale dell’emittente. L’*insider* quindi è colui che sia “membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell’emittente”, che partecipi al capitale dell’emittente, che eserciti un’attività lavorativa, una professione anche pubblica o un ufficio”¹¹³. Rientrano in tale categoria anche coloro che hanno un accesso temporaneo (è il caso dei consulenti manageriali e finanziari, studi legali, etc.). Rispetto alla precedente formulazione particolare rilievo va attribuito al riferimento concernente il soggetto emittente degli strumenti finanziari a cui si riferisce l’informazione. Secondo la dottrina¹¹⁴ tale indicazione ha l’effetto di limitare l’ambito di applicazione della norma, dovendosi escludere dalla portata della stessa le informazioni che non riguardino la emittenti¹¹⁵. In definitiva quello che il legislatore ha fatto è stato di escludere dall’area del penalmente rilevante le *market informations*, il

¹¹² SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite* op., cit. 11.

¹¹³ Valorizza questo aspetto Trib. Brescia, 25 giugno 2002, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2003, II, 708, che sottolinea come la trasparenza ed il corretto funzionamento del mercato finanziario siano inconciliabili con lo sfruttamento di informazioni riservate da parte di chi ne è entrato in possesso esclusivamente in forza di una posizione di privilegio. Tale superiorità informativa, ottenuta senza sostenere i costi di legittima attività di analisi e ricerca, determina una disparità non colmabile dagli altri investitori e rappresenta un fattore disincentivante che allontana i risparmiatori, orientandoli verso altre forme d’investimento e determinando in questo modo effetti negativi sulla liquidità e sull’efficacia allocativa del mercato finanziario.

¹¹⁴ MUCCIARELLI, *L’abuso di informazioni privilegiate: delitto ed illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1467.

¹¹⁵ Ne ha preso atto anche la giurisprudenza (Cass. sez. V, 17 marzo 2006, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 854), affermando che il delitto di abuso di informazioni privilegiate è attualmente configurabile solo nei confronti del soggetto che partecipi alla società emittente, mentre nei confronti del socio di società diverse da quella emittente, oggetto delle informazioni privilegiate, è configurabile solo un illecito amministrativo.

divieto riguarderebbe, quindi, solo le corporate *information*. Ciò esclude dal campo di applicazione della norma le notizie concernenti un altro emittente partecipato dalla società. Diverso è il discorso per quanto concerne i soggetti in posizione apicale, rientrano infatti nella nozione di *insider* primari anche coloro che in qualità di membri di organi di amministrazione, direzione e controllo, abbiano appreso notizie privilegiate relative ad un emittente diverso da quello nel cui organo collegiale gli stessi operano. Si noti, poi, che ai fini della qualificazione come *insider* primario non ha perso rilevanza, rispetto alla disciplina precedente, l'esistenza del nesso causale tra la posizione ricoperta o l'attività svolta e l'ottenimento della notizia e, successivamente, tra il possesso dell'informazione privilegiata e il compimento di operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari. In sostanza, tali operazioni dovranno essere attuate "avvalendosi delle informazioni medesime" oppure "utilizzando le informazioni medesime"¹¹⁶;

2. *insiders secondari*: vale a dire coloro che a qualunque titolo si trovano a detenere l'informazione privilegiata senza che essa sia stata acquisita in virtù di una partecipazione al capitale o di un incarico societario. Si noti come con l'attuale formulazione intenda punire la condotta degli *insider* secondari a prescindere del legame intercorrente con l'*insider* primario, si prevede, infatti, la punibilità di chiunque risulti "in possesso di informazioni privilegiate", laddove l'ex art. 180, comma 2, definiva l'*insider* secondario come colui che avesse "ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate" da un *insider* primario. È comunque rilevabile come la definizione dei destinatari dei divieti (*insiders* o *tippees*) continui ad essere molto ampia, secondo taluni troppo, tanto da sfiorare l'indeterminatezza;
3. *insiders criminali*: si tratta di una categoria del tutto innovativa per la prima volta introdotta nel nostro ordinamento. In particolare nel novero degli *insiders* criminali rientrano i soggetti che pongono in essere le citate condotte vietate dopo essere venuti in possesso d'informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di

¹¹⁶ Tale categoria di soggetti comprende anche coloro che fanno parte di organi collegiali dell'emittente (consiglio di amministrazione, collegio sindacale ecc), i soci, tutti coloro che svolgono un'attività di lavoro subordinato per la società (l'intero management e tutti i dipendenti della società). Coloro ai quali l'acquisizione d'informazione privilegiata è resa possibile dal fatto di svolgere una funzione di natura pubblicistica, pur in mancanza di un vincolo contrattuale diretto con la società (membri e funzionari della Consob, ad esempio). Con riferimento all'esercizio di una professione, poi, la norma comprende i soggetti legati alla società da un rapporto di natura contrattuale (legali, commercialisti, revisori dei conti, notai, dipendenti bancari o d'istituzioni finanziarie che collaborano nel portare a termine una data operazione intrapresa dalla società, consulenti in genere) o che non si trovano in un preciso rapporto con la società (analisti e consulenti finanziari, oppure agenti di borsa). L'ex art. 180, comma 1, del TUF, invece, prevedeva che l'*insider* primario fosse "colui che possiede informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio".

attività delittuose (si pensi ad esempio ad un *hacker* informatico). Si prevede che a tali soggetti si estendano le medesime sanzioni degli *insider* primari.

La differenza tra *insider* primari e secondari rileva anche sotto il profilo sanzionatorio, solo i primi sono soggetti alla pena criminale mentre gli *insider* secondari sono puniti con sanzioni amministrative. Per quanto concerne la condotta attiva del reato, l'ordinamento ancora una volta conferma la volontà di sanzionare chi, in possesso d'informazioni privilegiate, commetta atti di *trading*, *tipping* e *tuyautage*. Si tratta di un nucleo di comportamenti che hanno una caratteristica in comune: il possesso (nella previgente disciplina rilevava l'ottenimento diretto o indiretto dell'informazione) e l'utilizzo d'informazioni privilegiate per fini speculativi.

Si esaminano ora le tre tipologie di condotte vietate dalla nuova formulazione del TUF. La prima condotta vietata si sostanzia nel: (i) divieto di acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (articoli 184 lett. a) e 187-*bis* lett. a). La condotta descritta è quella di *trading* con il quale il legislatore mira a punire ogni effettivo sfruttamento delle informazioni privilegiate. La condotta in esame consiste in sintesi nell'utilizzazione delle informazioni privilegiate. La condotta è sostanzialmente analoga a quella descritta nella legislazione previgente, l'ambito dell'incriminazione risulta, alla luce di un'attenta analisi delle norme, ampliata dal momento che la disposizione fa riferimento alle operazioni compiute "direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi" includendo in tal modo tra le condotte vietate non solo i negozi in cui il riverbero economico ricade (anche indirettamente) sul soggetto inibito, ma anche quelli che sono compiuti indirettamente dal medesimo, per conto di un soggetto estraneo ai divieti operativi¹¹⁷. Va specificato come la nuova disciplina contiene l'importante precisazione per cui vi deve essere l'effettivo sfruttamento dell'informazione privilegiata (da qui la scelta del verbo "utilizzare" anziché "avvalersi" ed il richiamo al possesso dell'informazione medesima), per finalità speculative. Non si tratta di una mera sfumatura lessicale in realtà la norma vuole rimarcare il collegamento intercorrente tra l'informazione privilegiate e le scelte operative dell'agente. Tale fattispecie criminosa è propria degli *insiders* primari, dal momento che ciò che è sanzionato non è tanto il mero possesso, bensì lo specifico collegamento esistente tra la conoscenza dell'informazione privilegiata e la decisione di effettuare la negoziazione. Sotto tale profilo anche nella vigente disciplina risulta irrilevante l'eventuale profitto ricavato dall'*insider*. Per quanto concerne l'elemento

¹¹⁷ MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, op., cit. 1467 e ss.

psicologico è sempre richiesto il collegamento tra la conoscenza dell'informazione privilegiata e la decisione di effettuare la negoziazione. Si noti poi che la nuova normativa disciplina per la prima volta anche le ipotesi in cui una determinata condotta, pur non integrando gli estremi del reato sia comunque idonea a produrre effetti negativi e distorsivi sul mercato. In questo caso il legislatore ha rinunciato ad avvalersi della sanzione penale scegliendo di ricorrere allo strumento dell'illecito amministrativo e della sanzione pecuniaria.

La seconda condotta vietata, invece, consiste nel: (ii) divieto di comunicare le informazioni privilegiate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (articoli 184 lett. b) e 187-bis lett.b). Il divieto s'incentra in questo caso nella divulgazione d'informazioni privilegiate. Si tratta del fenomeno conosciuto anche con il nome di *tipping* che costituisce un altro dei reati propri degli *insider* primari. Il *tipping* consiste nella rivelazione ad opera di un *insider*, non importa se primario o secondario (*tipper*) di informazioni privilegiate da esso possedute ad un terzo (detto *tippee*) con la conseguente possibilità che quest'ultimo se ne serva per compiere operazioni. Come è stato rilevato in dottrina¹¹⁸, rispetto alla precedente disciplina, risulta proprio modificata la descrizione del fatto tipico. In passato nella fattispecie tipica era riconducibile qualunque comunicazione ai terzi d'informazioni privilegiate, con esclusione di quelle effettuate per giustificato motivo, attualmente invece si pongono al di fuori della norma incriminatrice un nucleo di informazioni riservate (quelle appunto effettuate per il normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio). Ne consegue, sotto il profilo pratico, una diversa distribuzione degli oneri probatori tra le parti processuali: spetterà, infatti, al pm provare che l'informazione non rientra tra i casi non colpiti dal divieto.

Si noti che la nuova formulazione prevede la punibilità di due distinte fattispecie: da un lato la semplice comunicazione dell'informazione privilegiata (*tipping*), dall'altro la raccomandazione alle operazioni di compravendita (in tal caso si è nella fattispecie di *tuyautage*, ove vi è solo l'attività di raccomandazione senza che vi sia la trasmissione dell'informazione). Come si ricorderà la precedente formulazione dell'art. 180 TUF disciplinava in modo unitario il "comunicare" ovvero del "consigliare" ad altri il compimento di operazioni di *trading* sulla base delle informazioni privilegiate. Viene meno anche la clausola elastica del giustificato motivo" sebbene non vengano meno i suoi effetti, si fa riferimento, infatti ad un criterio di "normalità" ne consegue che la trasmissione

¹¹⁸ PALIERO, "Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. del Mer.*, 2005, 809; MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, op., cit. 1470-71.

d'informazioni è sempre lecita quando trova giustificazione in norme che lo consentono o che addirittura le impongono, è il caso ad esempio delle informazioni che vengono trasmesse in funzione dell'attività di coordinamento¹¹⁹. Nel sistema precedente era punito unicamente a titolo penale, oltre all'insider primario, l'*insider* secondario che avesse posto in essere esclusivamente attività di *trading*. Ora l'attività di *tipping* è autonomamente considerata, pertanto, il cosiddetto *tippee* può porre in essere attività di *trading*, ma anche nuovamente attività di *tipping* o *tuyautage*.

La terza condotta vietata consiste nel: (iii) raccomandare o indurre altri sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di operazioni di acquisto, vendita o altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (articoli 184 lett. c) e 187-bis lett. c). Si tratta quindi dell'utilizzazione secondaria d'informazione privilegiata, fattispecie che vede protagonisti gli *insiders* secondari, i quali rispondono sia per l'utilizzazione (*trading*) che per l'eventuale divulgazione (*tipping* e *tuyautage*) delle informazioni privilegiate a loro pervenute. La condotta in esame è anche conosciuta con il termine *tuyautage* e consiste nel mero consiglio ad opera dell'*insider*, di una o più operazioni sulla scorta delle informazioni privilegiate possedute. La condotta si sostanzia pertanto nel mero consiglio al compimento dell'operazione, che analogamente al sistema precedente, è sanzionata per se stessa ovvero indipendentemente dal trasferimento dell'informazione privilegiata. È importante sottolineare come la vigente disciplina si caratterizzi per una estensione delle tipologie di condotte suscettibili di punizione, visto che adesso, a differenza di quanto previsto dalla disciplina previgente dettata dal TUF, anche gli *insiders* secondari, al pari di quelli primari, sono puniti per tutte le condotte illecite previste, vale a dire sia per l'utilizzo di informazioni privilegiate (*trading*), sia per la loro divulgazione (*tipping* e *tuyautage*), e non più per il solo *trading*.

Nel sistema precedente sia per l'attività di *tipping* che per quella di *tuyautage* era prevista la sanzione penale e, con specifico riguardo all'*insider* secondario questo veniva punito solo nel momento in cui avesse compiuto operazioni di *trading*. La ragione era da rintracciarsi nel minor disvalore della situazione in cui opera l'agente, dal momento che lo stesso non dispone della notizia a seguito dell'approffittamento di una condizione di vantaggio informativo.

¹¹⁹ Si tratta di un esimente molto simile a quella nota nel diritto statunitense come *safe harbour*, un "porto franco" attribuito a chi non può essere ritenuto responsabile d'*insider trading* se ha operato in applicazione e secondo modalità dettagliatamente specificate in contratti conclusi prima di venire a conoscenza dell'informazione privilegiata.

Attualmente, invece, per l'*insider* secondario è unicamente prevista la sanzione amministrativa per il semplice compimento dell'attività di *tuyautage*. Si tratta quindi una *abolitio criminis* in quanto il “fatto non è più previsto come reato”¹²⁰. La nuova disciplina, quindi, se da lato estende le tipologie di condotte sanzionabili, dall'altra esercita una minore pressione sugli *insiders* secondari, dal momento che i fatti illeciti da questi commessi sono stati degradati da reati a illeciti amministrativi (purché, ovviamente, non ricorra l'ipotesi del dolo). Infatti, il nuovo articolo 187-*bis*, co. 4, che sanziona gli *insiders* secondari, prevede in altri termini che chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base all'ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, senza dolo opera sul mercato traendone vantaggio è soggetto a sanzioni amministrative. In definitiva il responsabile viene sottoposto alla sanzione criminale solo allorché lo stesso sia a conoscenza della natura privilegiata della notizia di cui è in possesso (dolo) ovvero quando pur non essendogli nota, tale circostanza avrebbe tuttavia dovuta essere se avesse tenuto un comportamento improntato a diligenza (colpa). Come già ricordato tra le innovazioni previste dalla legge 62/2005 quella più dirimpante è sicuramente la previsione del doppio binario: l'abuso di informazioni privilegiate assume pertanto una duplice considerazione sia come reato sia come illecito amministrativo. Tale doppio binario è sicuramente da apprezzare sia per il rispetto che in tal modo il legislatore pone al principio di necessità della sanzione criminale quanto per la funzione deterrente perseguita in tal modo che risulta maggiormente tempestiva e mirata. La funzione maggiormente deterrente deriva infatti da una duplice considerazione, la prima sostanziale, la seconda procedimentale. Sotto il primo profilo la sanzione amministrativa oltre ad avere natura afflittiva, risulta connotata da una maggiore effettività ed immediatezza, sotto il versante procedimentale si noti che il nostro ordinamento non prevede la sospensione condizionale dell'illecito amministrativo.

Correttamente la dottrina maggioritaria¹²¹ ritiene che la scelta del legislatore sia da ascrivere ad una valutazione “pan- punitiva” che tenga ferma la sanzione penale (che tra l'altro risulta ulteriormente inasprita) per le sanzioni più gravi, prevedendo accanto a questa una sanzione amministrativa. Interessati alla sanzione penale sono, comunque, solo gli *insider* primari e criminali.

Sotto tale aspetto sul piano sanzionatorio, problematica appare la disposizione di cui all'art. 187-*bis* che, nella previsione di un'ulteriore ipotesi di illecito amministrativo, fa

¹²⁰ Trib. Roma, 7 dicembre 2005, in *Cass. pen.*, 2006, 3343.

¹²¹ Sulla questione si veda: CARBONETTI-P. IELO, in AA.VV., *Convegno Paradigma Market abuse la nuova disciplina*, Milano 8 -9 giugno 2005; RUGGIERO, *Insider trading: modello europeo e statunitense a confronto*, in “*Diritto e pratica delle società*”, n. 11 del 2005.

comunque salve le sanzioni penali “quando il fatto costituisce reato”. In tal modo si verifica una sovrapposibilità tra la fattispecie penale e amministrativa proprio sotto profilo della tipicità dell’illecito, paventando così il pericolo di un inevitabile cumulo di sanzioni, tra l’altro in modo del tutto anomalo rispetto alla disciplina prevista dalla L. 689/1981 in materia di illeciti amministrativi¹²². Come si ricorderà la predetta legge detta all’art. 9 la regola della prevalenza della norma speciale in presenza di un concorso tra illecito penale e amministrativo. Tuttavia nel caso di specie l’applicazione di tale disposizione non risulta praticabile, stante l’impossibilità di individuare una norma speciale di fronte a fattispecie in un tutto e per tutto sovrapposibili.

Ad ogni modo per evitare il rischio dell’elusione del *ne bis in idem* sostanziale, l’art. 187-terdecies TUF stabilisce che qualora per il medesimo fatto sia stata applicata, a carico del reo, una sanzione amministrativa pecuniaria, la pena pecuniaria e la sanzione pecuniaria dipendente dal reato siano limitata alla parte che eccede quella già riscossa dall’autorità amministrativa¹²³.

Secondo gli interpreti¹²⁴ i due procedimenti devono proseguire parallelamente tant’è che l’art. 187-duodecies del TUF, prevede la forma cumulativa del reato e dell’illecito amministrativo. Ne deriva che il procedimento amministrativo non può essere sospeso per la pendenza del procedimento penale relativo agli stessi fatti, il che vuol dire affermare che non vi è alcuna pregiudiziale, né facoltativa né tanto meno obbligatoria. Anzi, non solo non è prevista alcun pregiudiziale, ma mediante l’attribuzione del potere sanzionatorio alla CONSOB in materia di sanzioni amministrative si realizzerebbe, secondo alcuni autori “una drastica riduzione del primato della giurisdizione in ragione di esigenza di efficacia applicativa”. Gli esiti dei due procedimenti potrebbero, poi, essere diversi senza che questo comporti la cessazione della materia del contendere con relativa estinzione del

¹²² Così PALIERO, op., cit. 810; MUCCIARELLI, op., cit.; MANDUCHI, *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insiders secondari*, in *Cass. pen.*, 2006, 3349-50. Quest’ultima peraltro evidenzia che, per determinate ipotesi non si pongono problemi di sovrapposibilità tra reato ed illecito amministrativo, dato che l’ambito di operatività di quest’ultimo risulta maggiormente esteso, comprendendo anche: il caso dell’*insider trading* secondario; le ipotesi di condotte colpose; i casi di tentativo, che per la responsabilità amministrativa viene espressamente equiparata alla consumazione (art. 187-bis comma 6 T.U.F.). Allo stesso esito (cumulo di sanzioni) è pervenuto in tempi recentissimi anche Trib. Milano, sez. I, 21 dicembre 2006, in *Quotidiano giuridico*, del 15 gennaio 2007, con riferimento al delitto di manipolazione del mercato (art. 185 T.U.F.) ed all’illecito amministrativo di cui all’art. 187-ter T.U.F.; deve peraltro segnalarsi che queste ipotesi di illecito presentano – a differenza di quelle in tema di *insider trading* – degli elementi differenziali, così che il loro ambito applicativo non è esattamente coincidente.

¹²³ Naturalmente l’autorità amministrativa a cui ci si riferisce è la CONSOB che con la nuova normativa si è vista attribuire funzioni di regolamentazione del mercato, di sorveglianza sul rispetto delle regole (con connessi poteri “para-giurisdizionali” o “quasi-giustiziali” di risoluzione delle controversie), di accertamento degli illeciti amministrativi con inflizione delle relative sanzioni. Per la trattazione di tali aspetti si rinvia al paragrafo II del presente capitolo.

¹²⁴ MUCCIARELLI, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 139 ss

procedimento né penale né amministrativo, vi è anzi il rischio, non remoto, del verificarsi di un conflitto di giudicati.

Per quanto concerne la descrizione delle sanzioni penali, che come già ricordato hanno subito un maggiore inasprimento, queste sono la reclusione da uno a sei anni (la precedente disciplina prevedeva la reclusione massimo ad un anno) e la multa da ventimila a tre milioni di euro. L'inasprimento della sanzioni penali per il reato di abuso di informazioni privilegiate, ha sollevato le critiche della dottrina, sotto il profilo della gravità della sanzione rispetto a delitti che contemplano condotte maggiormente lesive del bene tutelato, come ad esempio le false comunicazioni sociali. Si sottolinea, altresì che sotto il profilo processualistico, il legislatore del 2005 ha modificato l'art. 266 c.p.p. inserendo fra i reati per i quali sono possibili attività di intercettazione anche il delitto di *insider trading*¹²⁵. Come già detto (e previsto anche nel previgente sistema) il giudice può, inoltre, aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguente dal reato, essa appaia inadeguata anche se applicata nel massimo. Le sanzioni amministrative sono ricomprese tra i ventimila euro e i tre milioni di euro. Infine a ciò si aggiunga che, ai sensi dell'articolo 187-*septies*, comma 8, del TUF non è più prevista come misura estintiva l'oblazione per le sanzioni amministrative pecuniarie. Per quanto riguarda la manipolazione del mercato, tale nuova condotta illecita, espressamente prevista dalla direttiva 2003/6/CE, si pone accanto al preesistente delitto di aggio e ha comportato la modifica dell'art. 2637 c.c. Le due fattispecie presentano, sotto il profilo della condotta, un ambito coincidente dal momento che in entrambe si punisce la diffusione di notizie false o il porre in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. In più, nell'aggio, c'è il riferimento all'idoneità delle stesse condotte "ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari". La distinzione tra le due fattispecie criminose si coglie se solo si pone attenzione all'oggetto materiale dei due reati: strumenti finanziari quotati, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, nel più grave delitto di manipolazione del mercato; strumenti finanziari non quotati, per quanto riguarda l'aggio. Suscita sicuramente una certa perplessità la scelta di prevedere due diversi reati – collocati, tra l'altro, in due differenti contesti normativi – a fronte di tratti distintivi così labili. Tale

¹²⁵ MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005, fasc. 12, 1466.

scelta risulta poi ancor più singolare se paragonata alla precedente e assai recente revisione della disciplina dell'aggiotaggio che, in modo pregevole, aveva riunito all'interno dell'articolo 2637 del codice civile le tre figure di aggiotaggio prima previste al di fuori del codice civile (ovvero l'aggiotaggio societario, quello bancario e l'aggiotaggio su strumenti finanziari). Sia la manipolazione che l'aggiotaggio sono configurati come reati di pericolo concreto, dal momento che per il perfezionarsi del reato non si richiede che si verifichi una effettiva alterazione dei prezzi, essendo sufficiente che il giudice accerti che le condotte manipolative siano "concretamente" idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Sotto il profilo dell'accertamento del reato non si può nascondere che il giudice troverà difficilmente distinguibili le ipotesi delittuose di manipolazione del mercato, da sanzionare penalmente, da quelle configurate come illeciti amministrativi, le quali pur non integrando gli estremi del reato, sono comunque idonee a produrre effetti negativi e/o distorsivi sul mercato. In particolare come messo in evidenza dalla dottrina¹²⁶ alcune ipotesi, delineate nel TUF, potrebbero porre all'organo giudiziario specifiche problematiche concernenti la loro classificazione sub *specie* di illecito penale o amministrativo. Si fa in particolare riferimento:

1. alla diffusione tramite mezzi di informazione, compreso Internet, o ogni altro mezzo, di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti (non false, ma esposte in modo tale da favorire una comprensione dei fatti non fondata sui dati reali), che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari (art. 187-ter, comma 1);
2. ad operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; ad operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; ad operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; ad altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari (art. 187-ter, comma 3).

In relazione ai predetti illeciti è, altresì, previsto che non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi ammesse nel mercato interessato. Bisogna poi sottolineare che tra le ipotesi di

¹²⁶ MONTONESE, *La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate in Diritto commerciale d'oggi-studi e commenti*, 2005, 124.

illecito amministrativo relative all'abuso di informazioni privilegiate si prevede all'art. 187-bis, comma 6, una norma del tutto anomala. Si specifica, infatti, che il "tentativo è equiparato alla consumazione"; si tratta di una previsione del tutto eccezionale che mira non tanto ad una anticipazione della punibilità ma ad una equiparazione della condotta tentata a quella consumata. Tale inasprimento sanzionatorio non appare del tutto giustificabile, da una parte in quanto l'unico antecedente si ravvisa nel delitto di contrabbando dove gli interessi tutelati hanno sicuramente uno spessore maggiore, dal momento che in essi la tutela investe in ultima istanza la salute pubblica, dall'altra perché la medesima previsione non è contemplata per la condotta di manipolazione del mercato per la quale sono previste pene maggiori.

Per quanto concerne la responsabilità amministrativa degli enti l'art. 187-quinquies introduce per i reati finanziari in commento la responsabilità amministrativa degli enti, prevedendo la responsabilità dell'ente qualora gli illeciti amministrativi siano stati commessi nel proprio interesse o vantaggio della stessa da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente stesso o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale, ovvero da soggetti che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso, ovvero, ancora, da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui in precedenza. L'ente non è responsabile se dimostra che i soggetti indicati hanno agito esclusivamente nel loro personale interesse o di quello di terzi. A fini di coordinamento con la generale disciplina relativa alla responsabilità amministrativa degli enti regolata dal d.lgs. 231/2001, dal momento che lo stesso disciplina una responsabilità che può ricondursi ad un *tertium genus* tra quella penale e amministrativa, dovendo quindi rispettare il principio di tassatività, è stato richiamato l'articolo in commento tra i reati per quale è prevista siffatta responsabilità.

10. *L'estensione dell'ambito di applicazione*

Relativamente all'ambito di applicazione della normativa in commento si rileva come essa, rispetto alla disciplina previgente risulti notevolmente ampliata. La nuova normativa, delineata dal TUF, è applicabile non solo, come in passato, agli strumenti finanziari quotati, già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato nazionale o di un altro Paese membro, ma altresì agli strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in detto mercato, o il cui valore dipenda da uno

di tali strumenti finanziari, a prescindere dalla circostanza che le operazioni di negoziazione avvengano, o meno, in quel mercato. In tal modo la disciplina risulta, rispetto al passato, notevolmente rafforzata, sono, infatti, punibili anche le operazioni illecite compiute in un mercato non regolamentato. Cadono in tal modo nell'ambito del divieto anche quelle operazioni che mirano a fini abusivi che siano poste in essere in sistemi alternativi di negoziazione (i quali non rientrano per l'appunto nell'ambito dei mercati regolamentati). Come si ha già avuto modo di ricordare, in deroga al principio di territorialità dell'azione penale la punibilità dei reati in esame è prevista anche se essi risultano commessi all'estero, purché abbiano per oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, o per cui sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione, in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese comunitario (art. 182 del TUF).

11. *La price sensitivity e il principio di offensività*

Requisito fondamentale del reato d'*insider trading* è la c.d. *price sensitivity* dell'informazione; il predetto elemento deve essere valutato, sotto il profilo dell'analisi penale del reato, nell'ambito del principio di offensività.

Si richiede, infatti, che l'informazione, una volta resa pubblica sia idonea ad incidere sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari quotati, il che comporta per il giudice una valutazione da compiere in concreto. In via di principio attraverso la presenza di tale elemento può dirsi rispettato il principio di offensività in astratto, ovvero la previsione da parte del legislatore nella formulazione del reato dell'offesa del bene giuridico previamente determinato. Sotto il profilo dell'offensività in concreto spetterà invece al giudice, attraverso l'analisi c.d. prognosi postuma verificare se l'informazione, una volta divulgata sia idonea ad incidere sul valore dei prezzi degli strumenti finanziari. Ai fini di tale accertamento viene preso in considerazione non tanto l'incidenza che il fatto oggetto dell'informazione abbia in concreto causato sui prezzi, trattandosi di un reato di pericolo quanto la sua idoneità ad influenzarli. E' certo che tale tipologia di accertamento, invocando leggi di copertura non specificamente predeterminate, sarà particolarmente arduo per il giudice, considerando che sono molti, sotto un profilo economico, i fattori che incidono sulle quotazioni dei mercati finanziari e che perciò risulterà particolarmente complicato per il giudice isolare l'ampiezza della variazione conseguente ad uno solo di essi. In mancanza il giudicante, a seguito della predetta analisi da espletare ovviamente *ex ante*, dovrà concludere per l'applicazione dell'art. 49 co. 2, ossia per la presenza del reato

impossibile. Sotto il profilo dell'analisi civile, tuttavia anche in questo caso un eventuale contratto di borsa basato su tale informazione dovrà ritenersi valido, dal momento che, come sopra specificato, trattasi di un reato di mera condotta in cui diretto oggetto di repressione è proprio la condotta in sé e non l'eventuale contrattazione che abbia ad oggetto l'informazione medesima.

Tali osservazioni risultano particolarmente rilevanti sotto il profilo pratico volto a distinguere la fattispecie incriminatrice della manipolazione del mercato dalle ipotesi di pericolo astratto sanzionata in via amministrativa dall'art. 187-ter TUF. In particolare, la manipolazione del mercato costituisce un reato di pericolo concreto in quanto richiede l'esistenza di una condotta dalla quale derivi una qualificata possibilità di alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. In questo caso la situazione di pericolo assume il carattere di vero e proprio evento naturalistico (c.d. reati ad evento pericoloso) contrapponendosi così alla fattispecie amministrativa regolata dall'art. 187-ter. Ne consegue che, relativamente al reato di manipolazione, non occorre verificare che si sia realizzata l'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, ma neppure l'accertamento del giudice potrà fermarsi alla sola capacità della condotta in via astratta di realizzare tale alterazione, dovendosi invece riscontrare se, in concreto, a seguito della diffusione delle false notizie, il pericolo per l'alterazione degli strumenti finanziari si sia effettivamente prodotto. Si può difatti fondatamente pervenire alla conclusione della sussistenza del reato solo se si accerta che la mancata verifica di tale alterazione è dipesa da fattori esterni e indipendenti dalla falsa notizia che, intervenuti autonomamente, hanno vanificato gli effetti dipendenti dalla sua diffusione¹²⁷.

12. L'estensione dell'ambito di applicazione del TUF: La Market Abuse e la messa in pericolo della libertà di stampa

Circa l'ambito di applicazione della disciplina in materia di abusi di mercato regolata dal TUF si è già avuto modo di specificare che non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alla prassi di mercato, ponendo in tal modo la problematica relativa ai giornalisti economici.

Le direttive in materia di abusi di mercato, sia quella del 1998 che la successiva del 2003 avevano indicato come possibili destinatari della disciplina in materia di manipolazione del

¹²⁷ Trib. Torino, Sez. I, pen, 21. 12. 2010 (dep. 18. 3. 2010) pres. ed est. Casalbre.

mercato anche i giornalisti in caso di diffusione consapevole di informazioni false o fuorvianti. La consapevolezza era ravvisabile in quanto il giornalista era cosciente della falsità delle notizie o comunque avrebbe dovuto saperlo tramite i diversi mezzi di comunicazione. In tale ambito la Commissione dell'Unione Europea nel corso di un'interrogazione scritta (interrogazione scritta P-2818/02 di Theresa Villiers (PPE- DE) 1 ottobre 2002) ha affermato che le disposizioni concernenti gli abusi di mercato hanno una finalità generale e non riguardano dunque soltanto alcune professioni. Le stesse si applicano ad ogni persona che raccomanda o suggerisce una strategia d'investimento, indipendentemente dai mezzi utilizzati. Nello specifico i giornalisti finanziari saranno interessati quando raccomanderanno l'acquisto o la vendita di titoli, ma non quando redigeranno informazioni generali sugli emittenti. Giacché la disposizione riguarda il comportamento, non c'è, dunque, nessuna ragione di esentare una particolare categoria di persone, gli abusi di mercato, infatti, proibiscono un determinato comportamento che può essere posto anche dai giornalisti finanziari. La previsione di una disposizione generale è secondo la Commissione dell'Unione Europea fondamentale per aumentare la trasparenza del mercato e di conseguenza per ristabilire la fiducia del pubblico nei mercati finanziari europei. Purtroppo a livello europeo il bilanciamento tra la libertà di stampa e il perseguimento della trasparenza dei mercati avveniva attraverso la previsione di un'importante eccezione. S'introduceva, infatti, il principio della valutazione dell'attività dei giornalisti professionisti sulla base delle norme di autoregolamentazione proprie della categoria, "a meno che tali soggetti ricavano direttamente o indirettamente vantaggi o benefici dalle notizie in questione", prevedendo in particolare che in mancanza di dolo a comminare le sanzioni fosse l'ordine di appartenenza del giornalista. Tuttavia in sede di recepimento è stato omissivo l'espressa limitazione della responsabilità a coloro che sanno o che avrebbero potuto sapere del vizio della notizia. Tale omissione esponeva i giornalisti a pesanti sanzioni da parte della CONSOB, limitando eccessivamente l'attività informativa e la libertà di stampa, potendo essere il giornalista sottoposto a sanzione per il solo fatto della pubblicazione di atti ufficiali e di comunicati stampa. La mancanza di tale specifica previsione ha messo in allarme gli ordini professionali dei giornalisti¹²⁸, tuttavia tale preoccupazione a fronte di una lettura particolarmente attenta del testo normativo non appare giustificata. L'art. 187-ter¹²⁸ chiarisce, infatti, che "per i giornalisti che operano nello

¹²⁸ Il Presidente dell'Ordine nazionale dei giornalisti, Del Boca, ha sottolineato come la formula utilizzata, rischia di limitare fortemente la libertà di stampa qualora non si precisi, così come fa la Direttiva *Market Abuse* all'art. 1, che la persona che diffonde la notizia sia realmente consapevole della sua infondatezza. Si deve specificare, cioè, l'esistenza del dolo. In mancanza di questa specificazione, infatti, il rischio è quello di introdurre ulteriori limiti al difficile compito dei giornalisti che operano nel delicato settore dell'informazione economica e finanziaria. Intervento reperibile nel sito istituzionale dell'ordine nazionale dei giornalisti.

svolgimento della loro attività professionale, la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni” (art. 187-ter, co. 2). Ne consegue che il giornalista potrà considerarsi responsabile solo allorchè ricavi una personale utilità dalla diffusione delle notizie false e fuorvianti, con esclusione quindi delle ipotesi in cui la diffusione della predette notizie sia riconducibile unicamente allo svolgimento della attività professionale¹²⁹. In quest’ ultimo caso la condotta del giornalista potrà essere oggetto di valutazione deontologica da parte dell’ordine di appartenenza e dar luogo, eventualmente, a responsabilità disciplinare. Diversa è la situazione in cui si tratti d’informazioni che il giornalista non abbia verificato e la cui diffusione possa essere causa di turbativa per i mercati (basta ricordare sotto questo aspetto i *crack* finanziari di Cirio e Parmalat), tale condotta se accompagnata dall’elemento soggettivo del dolo integrerebbe il delitto di aggioaggio.

Sotto il profilo del diritto penale generale deve comunque ricordarsi che l’attività giornalista rientra nell’ambito della scriminante dell’esercizio del diritto *sub specie* di diritto di cronaca. La dottrina penalistica richiede per l’esistenza della predetta scriminante la presenza congiunta di tre requisiti: la verità o almeno la veridicità putativa, la pertinenza ovvero l’interesse del pubblico a conoscere della notizia e la continenza nel linguaggio. In presenza dei tre requisiti elencati la diffusione della notizia privilegiata non potrà costituire nemmeno illecito disciplinare, stante la liceità della condotta per l’intero ordinamento.

13. *Il trattamento sanzionatorio*

Uno degli aspetti più interessanti ed innovativi derivanti dal recepimento delle direttive concernenti gli abusi di mercato è il trattamento sanzionatorio. Come si ricorderà la riserva di legge relativamente alle sanzioni penali è assoluta, non è quindi possibile per il legislatore comunitario imporre a quello nazionale l’adozione di una specifica sanzione, dovendo quest’ultimo limitarsi ad adottare sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive. Come si è più volte ricordato il legislatore aveva prediletto un’unica disciplina ovvero

¹²⁹ Il quotidiano britannico *Daily Mail*, dopo la condanna dei cronisti del *Daily Mirror* James Hipwell e Anil Boyrul, accusati d’*insider trading* per aver consigliato – all’interno della rubrica finanziaria “*City Slickers*” – di acquistare titoli che detenevano in portafoglio senza rivelarlo ai lettori, ha optato per la pubblicazione sul suo sito web dell’elenco completo delle azioni detenute in portafoglio dai suoi giornalisti finanziari. Del caso citato fa menzione anche R. ZANOTTI, *Il nuovo diritto penale*, op., cit. 415 in riferimento ad un articolo apparso in *Il Sole24Ore*, 8 dicembre 2005, 33.

quella penale, solo a seguito del recepimento della direttiva 2003/6/CE si è optato per il c.d. doppio binario di modo che accanto alle sanzioni penali vi sono quelle amministrative. Ciò risulta in piena conformità, tra l'altro, con gli intendimenti della direttiva, da ultimo menzionata, la quale aveva, dopo aver naturalmente fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre anche sanzioni penali, individuato nello strumento amministrativo il sistema principale per la repressione degli abusi di mercato mentre la pena criminale doveva essere limitata alle sanzioni di maggior gravità, da fissare mediante l'applicazione congiunta di criteri quantitativi (riferiti alle variazioni dei valori di mercato conseguenti alle condotte) e qualitativi (legati ai soggetti che hanno posto in essere il comportamento).

Al momento del recepimento la soluzione prospettata dalla direttiva è stata rispettata solo nella prima formulazione del testo della L. 62/2005 approvato dal Senato, la Camera invece non ha seguito la medesima impostazione né è conseguita una disciplina che sotto un profilo di previsioni astratte appare notevolmente confusa. L'art. 9 della legge comunitaria del 2004 finisce, infatti, per equiparare le sanzioni amministrative e penali che nella maggior parte dei casi vengono riferite alla stessa condotta. Ne deriva un rafforzamento dei poteri giudiziari in quanto in ossequio ai tradizionali principi di offensività e di necessità sarà il giudice a dover decidere il trattamento sanzionatorio. Il criterio a cui comunque è vincolata la discrezionalità tecnica che contraddistingue la valutazione del giudice penale sotto il profilo della scelta sanzionatoria è rappresentata, in materia di abusi di mercato, dall'elemento soggettivo. Le fattispecie punite con le sanzioni penali sono infatti l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato quando le stesse siano commesse con dolo ovvero con la consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione e della falsità della notizia diffusa, alla condotta colposa ossia connotata da negligenza e imperizia è destinata unicamente la sanzione amministrativa. Completano il quadro sanzionatorio le pene accessorie e la misura di sicurezza patrimoniale costituita dalla confisca. In caso di condanna per i reati d'*insider trading* o manipolazione del mercato, le pene accessorie alle sanzioni penali sono applicabili per un periodo da sei mesi a due anni e sono costituite dall'interdizione dai pubblici uffici, da una professione o da un'arte e dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, nonché dall'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione. La relativa sentenza deve poi essere pubblicata su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale (art. 186). Per quanto concerne invece le pene accessorie regolate nei casi di applicazione delle sanzioni amministrative, queste sono costituite dalla perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed

i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per revisori, promotori finanziari ed esponenti aziendali di società quotate l'incapacità temporanea di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate. Tali sanzioni accessorie hanno una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni. Ulteriore previsione volta a rafforzare l'efficacia deterrente della sanzioni in materia di abusi di mercato è costituito dal provvedimento di applicazione della sanzioni pecuniarie, in particolare la "CONSOB, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale" (art. 187-*quater*, co. 3). La nuova disciplina sanzionatoria senza dubbio è caratterizzata da una maggior efficacia deterrente costituita non solo dalla previsione delle sanzioni penali ma anche dalle sanzioni accessorie. Il sistema del doppio binario garantisce poi un maggior rispetto dei principi di offensività e necessità della pena. Tuttavia il fatto che sotto il profilo della previsione astratta del reato il legislatore non abbia delineato con precisione le condotte da assoggettare alle sanzioni amministrative in luogo di quelle penale, limitandosi a individuare il discrimine tra le due sanzioni nell'elemento soggettivo, appare non corretto. Si lascia in tal modo eccessivamente spazio alla valutazione dell'organo giudiziario che dovrà determinare induttivamente il dolo in base alle prove offerte dall'accusa, con il conseguente pericolo di frammentazione delle decisioni a fronte della medesima condotta nelle varie sedi giudiziarie.

14. *La riforma del 2009*

Con il d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101 si è proceduto ad una riforma del TUF, ciò al fine di recepire alcune direttive comunitarie ed in particolare la MiFID. Le modifiche apportate non hanno innovato in senso sostanziale la disciplina in materia di abusi di mercato, principalmente non si ravvisano ripensamenti rispetto al doppio binario penale-amministrativo usato dal legislatore italiano. In sede di considerazioni generali occorre rendere conto che le novità principali consistono nella creazione di un *genus* contravvenzionale, previsto dai nuovi commi 3-*bis* e 2-*bis* introdotti, rispettivamente negli

artt. 184 e 185 TUF. Si dà vita in questo modo ad una sorta di mercato di “seconda categoria” in quanto gli articoli richiamati prevedono pene più lievi qualora le condotte siano riferite a strumenti finanziari ammessi, o in via di ammissione, entro un sistema di negoziazione italiano. Proprio la scelta di qualificare tali condotte abusive rispetto al mercato come contravvenzioni e quindi con sanzioni più blande incide, altresì, in termini chiarificatori sul tema del coordinamento delle pene fra sistema penale e sistema amministrativo.

15. Ammissibilità di sanzioni alternative: l'intervento del diritto civile

Particolarmente interessante alla luce del principio di *extrema ratio* del sistema penale e della residualità della sanzioni del medesimo sistema è la verifica dell'ammissibilità di un intervento esclusivamente privatistico. Se fino al 1991 era possibile adottare una tutela per così dire mista ossia tra ambito pubblicistico e privatistico, con il consueto limite per cui anche per addivenire alla responsabilità civile si richiede comunque l'accertamento della condotta vietata, con la direttiva 6/2003 la sanzione si sposta unicamente sul versante pubblicistico. Nell'ambito europeo la discussione sull'alternativa fra tutela pubblicistica e privatistica è definitivamente orientata rispetto alla prevalenza e principalità della prima, la quale poi può ben articolarsi sia nella sanzione penale che in quella amministrativa. La preferenza per una tutela pubblicistica deve ricondursi alla considerazione che i reati in commento tutelano principalmente la trasparenza dei mercati, come bene super-individuale appartenente alla collettività e non al singolo con conseguente difficoltà di individuare i titolari di azioni civili in quanto danneggiati. Ciò però non sembra escludere la possibilità da parte del singolo investitore, laddove lo stesso provi la presenza degli elementi dell'illecito *ex art. 2043 c.c.* di richiedere il risarcimento del danno, più problematica appare invece la possibilità di ammettere un rimedio collettivo come quello della *class action*. Per ammettere la possibilità di una *class action* occorre domandarsi se si possa ipotizzare che sussista un interesse degli investitori, intesi come categoria, a fianco di quello del mercato. La risposta appare, a parere di chi scrive, positiva laddove si ricordino le parole, in materia d'intese restrittive per la concorrenza, dei giudici di Piazza Cavour secondo cui il mercato costituisce il luogo in cui si svolge la libertà di autodeterminazione del singolo individuo e non solo dell'imprenditore¹³⁰.

¹³⁰ Cass. sez. III, 10 marzo 2008 n. 6297. Secondo la Cassazione, la legge antitrust 10 ottobre 1990, n. 287 detta norme a tutela della libertà di concorrenza aventi come destinatari non soltanto gli imprenditori, ma

16. La prima condanna civile per insider trading

Proprio con riferimento all'utilità del diritto privato, specie sul versante risarcitorio, e dunque all'interno di un potenziamento di tale rimedio, anche in sostituzione di quello penale, risulta di particolare interesse il primo caso in cui è stata pronunciata una condanna civile per un caso di *insider trading* ancorché il relativo procedimento penale fosse stato oggetto di archiviazione. La tematica in esame costituisce lo spunto per svolgere alcune considerazioni sulla autonomia di accertamento del giudice civile relativamente ai presupposti per azionare la responsabilità risarcitoria ex 2043 c.c. rispetto alla medesima valutazione svolta dal giudice penale circa l'accertamento del reato. Infatti, la condotta d'*insider trading* costituisce un fatto generatore di un danno ingiusto nei confronti degli investitori in posizione di svantaggio informativo. Cosicché il giudice civile potrebbe procedere ad una valutazione dell'illecito aquilano indipendentemente dalla valutazione circa il medesimo fatto effettuata dal giudice penale.

Con l'introduzione del nuovo codice di procedura penale, il nostro ordinamento non è, infatti, più ispirato al principio dell'unicità della giurisdizione e alla prevalenza del giudizio penale su quello civile, bensì al diverso sistema della pressoché completa autonomia e separazione dei due giudizi, nel senso che il processo civile segue il suo corso senza essere influenzato dal processo penale, procedendo ad autonomo accertamento dei fatti e delle responsabilità dedotte in giudizio¹³¹. La sentenza che ha costituito il primo caso in Italia di condanna civile per *insider trading* è che ha una indubbia portata storica è stata pronunciata dal Tribunale di Milano il 14 febbraio 2005. La sentenza è di tutto rilievo in

anche gli altri soggetti del mercato, ovvero chiunque abbia interesse, processualmente rilevante, alla conservazione del suo carattere competitivo al punto da poter allegare uno specifico pregiudizio conseguente alla rottura o alla diminuzione di tale carattere per effetto di un'intesa vietata, tenuto conto: da un lato, che, di fronte ad un'intesa restrittiva della libertà di concorrenza, il consumatore, acquirente finale del prodotto offerto dal mercato, vede eluso il proprio diritto ad una scelta effettiva tra prodotti in concorrenza; e, dall'altro, che il cosiddetto contratto "a valle" costituisce lo sbocco dell'intesa vietata, essenziale a realizzarne e ad attuarne gli effetti.

Pertanto, ha proseguito la Corte, siccome la violazione d'interessi riconosciuti rilevanti dall'ordinamento giuridico integra, almeno potenzialmente, il danno ingiusto ex art. 2043 c.c., il consumatore finale, che subisce danno da una contrattazione che non ammette alternative per l'effetto di una collusione "a monte", ha a propria disposizione, ancorché non sia partecipe di un rapporto di concorrenza con gli imprenditori autori della collusione, l'azione di accertamento della nullità dell'intesa e di risarcimento del danno di cui alla L. 287/1990 art. 33, azione la cui cognizione è rimessa da quest'ultima norma alla competenza esclusiva, in unico grado di merito, della Corte d'appello.

¹³¹ Certo il principio di autonomia non è assoluto, poiché è temperato dalle ipotesi di sospensione necessaria del processo civile contemplate dall'art. 75, comma 3, c.p.p e dalle regole che disciplinano l'influenza del giudicato penale nell'ipotesi di sentenza di condanna dell'imputato, di cui può avvantaggiarsi l'attore nel separato giudizio civile.

quanto contiene argomentazioni utili per alimentare la mai esaurita riflessione circa l'efficacia ed efficienza dei presidi esistenti per fronteggiare i comportamenti dannosi per il mercato finanziario e per i suoi operatori.

In particolare con la sentenza in commento i giudici di Milano hanno concesso il risarcimento del danno ai *contemporaneous traders*, ossia investitori che avevano operato nel mercato, comprando azioni del gruppo SCI. Ricostruendo per sommi capi la vicenda alcuni istituti bancari (quali Credito Italiano (Unicredito), Cariplo (Banca Intesa), San Paolo Imi, Banca di Roma (Capitalia), Crt, Carige e Centrobanca) appartenenti ad un "comitato ristretto" procedettero nel 1997 alla vendita di azioni della SCI costruzioni, società genovese in crisi ma di cui i risparmiatori nello stesso periodo comprarono titoli fidandosi del proclamato impegno delle banche azioniste nel piano di risanamento. La SCI fallì il 20 marzo 1998. Nell'estate del 1997 il bilancio della società la configurava come un'impresa in via di risanamento gestita dal Comitato ristretto delle banche creditrici, con il pieno sostegno finanziario dei suddetti istituti di credito. Tali fatti, come risulta dalla sentenza in esame non erano per nulla veritieri, in quanto le banche creditrici, al corrente della situazione del gruppo SCI, si liberarono delle azioni prima del fallimento della società. In particolare, tra l'agosto e l'ottobre del 1997 le banche cominciarono a smobilizzare le proprie azioni, senza osservare l'obbligo di comunicazione alla CONSOB. In tal modo contribuendo all'illusione degli investitori che il piano di risanamento continuasse, mentre le banche sapevano che il piano era già fallito e che la SCI fosse di fatto in liquidazione. Le banche improntarono la loro difesa sull'affermazione secondo cui che le scelte da loro effettuate erano basate su notizie conoscibili da qualunque investitore secondo un criterio di normale diligenza e prevedibilità. Il caso all'origine della presente azione civile è stato oggetto anche di un procedimento penale, conclusosi con decreto di archiviazione il 21 novembre 2002¹³². Nello specifico la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Genova, dopo aver richiesto l'archiviazione per una serie d'ipotesi di reato, tra cui l'agiotaggio, trasmetteva gli atti alla competente Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, affinché procedesse separatamente in ordine al reato di *insider trading*. La Procura di Milano, pur riconoscendo che i soggetti indagati potevano essere considerati *insiders* primari, riteneva che la notizia da essi detenuta, ovvero la conoscenza del fallimento del piano di ricostruzione in essere della società SCI e del conclamato stato di dissesto della società, non potesse essere qualificata come *inside information*, ciò sia

¹³² In precedenza, in sede penale, Trib. Roma 23 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, 207; Trib. Siracusa 10 aprile 1997, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1998, 319; Trib. Milano 30 ottobre 1999, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2001, 255; Trib. Brescia 25 giugno 2002, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2003, 732.

perché informazione non era caratterizzata da sufficiente specificità e determinatezza di contenuto, sia perché informazione era nota al pubblico. Ciò che importa sottolineare è che nel caso in esame la valutazione espressa in sede civile sulla qualificazione del fatto come *insider trading* è stata diversa rispetto all' analogo accertamento condotto in sede penale. In sintesi uno stesso fatto può rilevare come illecito aquiliano, ma non integrare, per mancanza degli elementi costitutivi la fattispecie di reato. Ciò è possibile in quanto, pur essendo presente un' area di sovrapposizione tra illecito aquiliano e quello penale, da una parte gli elementi costitutivi dell' illecito penale sono estremamente più stringenti, rispetto a quello civile, dall' altra l' accertamento del giudice penale è necessariamente legato ai principi di tassatività e tipicità.

La sentenza *de qua* costituisce altresì l' occasione per affrontare numerose questioni processuali inerenti al rapporto tra azione civile e procedimento penale. Durante la fase delle indagini preliminari e fino all' esercizio dell' azione penale, il danneggiato da reato può agire per le proprie pretese solo innanzi al giudice civile. Alla fase del procedimento, può invece partecipare la persona offesa dal reato. Sul punto, la motivazione prende una posizione degna di rilievo, quando afferma che “le parti attrici sono state ritenute non legittimate a partecipare al procedimento penale, non essendo esse qualificabili come parti offese in via diretta del reato d' *insider trading* che, come sopra ricordato, si connota come un reato di pericolo, tendente a comprimere gli effetti negativi di comportamenti negoziali di soggetti che si avvantaggiano di posizioni privilegiate, azzerando i margini di rischio dei propri affari e riversandoli sul mercato in generale. Tuttavia, tale rilievo svolto in sede penale non incide sulla loro posizione giuridica soggettiva tutelata per il tramite delle azioni civili di risarcimento del danno”. In sintesi il giudice sostiene che dal momento che il bene giuridico tutelato dal reato di *insider trading* ha natura pubblicistica, in quanto il reato presidia la tutela della sicurezza e l' efficienza del mercato, e solo in via mediata gli investitori, quest' ultimi sono i soggetti danneggiati dal reato, ovvero di una situazione giuridicamente tutelata dall' ordinamento per la quale possono richiedere il risarcimento del danno, ma non possono essere qualificati come persone offese dal reato. Questa è la ragione per cui nel caso in esame il giudice ha respinto la richiesta degli investitori, costituitisi parte civile, del risarcimento del danno non patrimoniale ex 187 c.p. La decisione in commento suscita qualche perplessità, soprattutto relativamente alla considerazione della individuazione della persona offesa dal reato in presenza di una fattispecie sanzionatoria che si atteggia come reato di pericolo. Considerando che, secondo la dottrina tradizionale la persona offesa dal reato è il titolare dell' interesse leso o messo in

pericolo da reato, il fatto che il reato d'*insider trading* rientri nella categoria dei reati di pericolo non può costituire l'argomento decisivo per negare agli investitori tale qualifica. In realtà il Tribunale pare confondere la nozione di persona offesa dal reato da quella di soggetto passivo, infatti, la persona offesa dal reato può naturalmente essere anche il titolare di un interesse semplicemente esposto ad un pericolo di pregiudizio, è vero che pericolo non vuol dire ancora danno ma configura pur sempre una situazione pregiudizievole, giuridicamente rilevante. Né, come sostenuto da un tradizionale orientamento dottrinale¹³³, si può affermare che la semplice identificazione del bene giuridico tutelato come avente natura pubblicistica, e dunque consistente nella tutela di interessi super-individuali possa portare ad escludere il ruolo di persona offesa di coloro che entrano in concreto contatto con il comportamento penalmente sanzionato. Nonostante la giurisprudenza richieda ai fini della qualificazione della persona offesa la titolarità del bene giuridico protetto, la stessa riconosce che nell'ambito dei reati plurioffensivi, nel cui alveo rientrano anche quelli in cui l'incriminazione sia prevista a tutela di un interesse pubblico generale, anche la persona fisica, sulla quale cade l'azione del colpevole, può essere qualificata quale persona offesa dal reato. Si pensi così a reati contro la pubblica amministrazione¹³⁴, ove i giudici di Piazza Cavour hanno affermato che, poiché non si esclude che il pubblico interesse possa coincidere anche con un interesse privato, il giudice di merito dovrà accertare l'eventuale coincidenza degli interessi ai fini della qualificazione della persona offesa dal reato. La medesima conclusione è stata raggiunta anche in tema di delitti contro la fede pubblica, idonei a ledere anche la sfera giuridica dei privati, seppur solo in via riflessa e mediata. In definitiva che il reato d'*insider trading* non sia posto a tutela, in via principale, del patrimonio individuale proprio di ogni investitori è fuori di dubbio, ma da ciò non può conseguire in via automatica che l'interesse pubblico alla sicurezza e l'efficienza del mercato non possa coincidere con un interesse privato. Invero tale tesi è usata per argomentare che dal momento che i soggetti tutelati non sarebbero gli investitori, per quest'ultimi non possa configurarsi un danno ingiusto, elemento necessario per la responsabilità di cui all'art. 2043 c.c. Valga, infatti, la considerazione per cui il mercato non è nient'altro che la sommatoria di singole posizioni individuali. E' chiaro che l'accertamento volto a qualificare l'investitore come persona offesa dal reato dovrà

¹³³ ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge 157/91*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1992, 750; CARRIERO, *Asimmetrie informative e insider trading: prospettive civilistiche di tutela*, in *Dir. ban. merc. fin.*, 1995, 545, il quale sostiene che interessi pubblici quali la trasparenza del mercato e la fiducia del risparmiatore costituiscono grandezze che per quanto rilevanti sono destinate a rimanere sullo sfondo e ciò in quanto l'*insider trading* è in ogni sua possibile espressione sempre un fatto lesivo di interessi economici individuali.

¹³⁴ Cass. pen., sez. V, 20 giugno 2001, n. 25143.

necessariamente essere effettuato in concreto, valutando se l'aggressione al mercato si sia risolta anche in una lesione delle singole posizioni individuali. Il privato investitore, che si dimostri essere entrato concretamente in contatto con la condotta di *insider trading*, sarebbe contitolare del bene giuridico tutelato dalla norma penale e, in quanto tale, qualificabile come persona offesa dal reato. Del tutto condivisibile è invece l'assunto, espresso in motivazione che la mancata qualificazione degli investitori come persone offese dal reato non incide in alcun modo nella classificazione degli stessi nella categoria di soggetti danneggiati dal reato. Infatti, pur esistendo, in pratica, la tendenziale coincidenza in capo allo stesso soggetto delle due qualità, la persona offesa e il danneggiato hanno presupposti diversi che possono non coesistere in capo al medesimo soggetto. Il danneggiato è colui che subisce le conseguenze patrimoniali negative derivanti dalla condotta illecita ed è l'unico legittimato a costituirsi parte civile nel procedimento penale. Particolarmente interessante, in quanto collegata all'autonomia del giudizio civile su quello penale, è anche la diversa valutazione delle prove nel senso che il giudice civile ben potrebbe (e ciò è accaduto proprio nel caso di specie) acquisire nel giudizio le prove raccolte nel procedimento penale per fondare su di esse il proprio convincimento. Infatti, diversamente da quello che accade nel processo penale, il giudice civile, in assenza di qualsiasi divieto di legge può utilizzare, ai fini del proprio convincimento, anche prove "raccolte" in un diverso giudizio fra le stesse e altre parti, procedendo al diretto esame del contenuto del materiale probatorio e ad un successivo proprio vaglio critico, svincolato dalla interpretazione e dalla valutazione del giudice penale¹³⁵. Questo principio è stato affermato in giurisprudenza non soltanto con riferimento alle prove già acquisite con le garanzie di legge proprie del processo penale, ma altresì con riferimento a prove raccolte in procedimenti conclusi con sentenza di non doversi procedere per intervenuta amnistia¹³⁶ e, persino, con riferimento a mere risultanze probatorie derivanti da atti delle indagini preliminari¹³⁷. Con riguardo a queste ultime, tuttavia, proprio perché non si tratta di elementi valutati criticamente in dibattimento, nel rispetto del principio del pieno contraddittorio, si ritiene che le stesse potranno considerarsi solo quali semplici indizi, idonei a fornire utili e concorrenti elementi di giudizio¹³⁸.

¹³⁵ Cass. civ., sez. III, 21 giugno 2004, n. 11483; Cass., sez. lav., 23 gennaio 1998, n. 624.

¹³⁶ Cass. civ., sez. III, 27 maggio 2002, n. 7713.

¹³⁷ Cass. civ., sez. III, 10 maggio 2001, in *Riv. civ. prev.*, 2001, 1160; Cass. civ., sez. III, 20 dicembre 2001, n. 16069.

¹³⁸ Cass. civ., sez. III, 20 dicembre 2001, n. 16069

17. *Segue: la tutela risarcitoria degli investitori in materia d'insider trading: commenti a margine della sentenza di Milano*

Alla luce di quanto tratteggiato nel paragrafo precedente è possibile affermare che la repressione delle condotte manipolative del mercato seppure trovi il suo principale referente nelle disposizioni sanzionatorie penali e amministrative, può, qualora non risultino integrate tutte gli elementi della fattispecie penale essere ricondotto nell'ambito dell'illecito aquiliano. Un sicuro profilo d'interesse della pronuncia oggetto di esame, che ha interessato gli studiosi del diritto civile, riguarda, infatti, proprio il riconoscimento del diritto al risarcimento del danno a favore degli investitori, profilo d'indubbia rilevanza dal momento che tutte le pronunce precedenti a quella oggetto di analisi sono state adottate in sede penale. La tematica della tutela risarcitoria avverso le condotte di *insider* è stata oggetto di analisi in Italia sin dalla approvazione della L 157/91 ciò in quanto, come precedentemente illustrato, la tutela approntata dal legislatore era prettamente pubblicistica, restava così aperto il problema della tutela risarcitoria degli investitori operanti sul mercato¹³⁹.

Una parte della dottrina aveva da subito prospettato l'utilizzo della declaratoria della nullità del contratto concluso dall'investitore a causa del reato d'*insider trading*, pur tuttavia si può replicare che nel caso d'*insider trading* si è in presenza di un reato – in contratto, ove la sanzione penale investe la condotta del soggetto ma non il contratto che rimane lecito¹⁴⁰. Peraltro al di là delle argomentazioni strettamente dottrinali occorre sottolineare che la nullità del contratto si rivela del tutto inutile quando gli investitori non acquistano i titoli dalla banche ma direttamente sul mercato, situazione che si era peraltro verificata nel caso oggetto della sentenza del Tribunale di Milano. In tali casi è allora del tutto evidente che non può in nessun modo ricorrersi alla nullità, visto che dovrebbe colpire contratti conclusi da soggetti del tutto estranei all'*insider trading*. Per le stesse ragioni non sarebbe possibile pensare di utilizzare il rimedio dell'annullamento del contratto per dolo, fosse anche quello proveniente dal terzo *ex* 1439, co. 2, c.c.¹⁴¹ Tale ricostruzione, se pur inizialmente prospettata dai giudici di Milano, viene rapidamente abbandonata per prospettare una responsabilità aquiliana per raggiro effettuato

¹³⁹ SANTORO, *Insider trading: profili civilistici*, in *contratto e impresa*, 1992, 663. Per una ricostruzione aggiornata, BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa*, 2001, 1287.

¹⁴⁰ ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge 157/91*, op., cit. 761; BARTALENA, op., cit. 332 ss. (il quale richiama l'elaborazione generale di MARICONDA, *Le cause di nullità*, in ALPA - BESSONE (a cura di) *I contratti in generale*, in *Giur. sist. civ. e comm.*; IV, Torino, 1991, 65; SANTORO, op., cit. 664.

¹⁴¹ SANTORO, op. cit. 671.

“inconsapevolmente e senza colpa da parte del contraente terzo a prescindere dalla conoscenza del raggio da parte di questi”. La scelta dei giudici milanesi è stata quindi quella della tutela risarcitoria basata sulla clausola generale di danno ingiusto *ex* 2043 c.c.

Non si nasconde, che come evidenziato dalla dottrina, le difficoltà di fare ricorso al modello della responsabilità extracontrattuale sono molteplici, *in primis* la difficoltà per il piccolo investitore ignaro dell’attività d’*insider trading* di individuare correttamente il soggetto *insider* e le modalità della sua condotta, che potrebbe tradursi in una *probatio diabolica*¹⁴². Particolarmente problematica sarebbe poi l’individuazione del soggetto responsabile nell’ipotesi dei *tippee* e degli *insider* occasionali, individuazione a cui si intreccia una tematica ancora più spinosa ovvero, se l’esclusione di certe condotte dall’ambito della fattispecie penale comporti la liceità delle stesse anche in sede civile o se si possa semplicemente ritenere che la previsione penale tipizzi solo alcune ipotesi di *insider trading* per assoggettarle alla sanzione più grave, lasciando comunque spazio per l’operatività del rimedio civilistico negli altri casi. Anche a volere ritenere ammissibile la responsabilità risarcitoria sarebbe, tuttavia, particolarmente ardua la prova del nesso di causalità infatti se tale nesso tra la condotta dell’*insider trading* e il danno subito dall’investitore, sebbene comunque oggetto di difficile onere probatorio, è più semplice nel caso di vendita immediata dall’*insider* all’investitore, in assenza di rapporto diretto risulterà quanto mai difficile dimostrare che la mera condotta dell’*insider* abbia potuto arrecare danno.

Solo in presenza di ipotesi in cui l’entità dell’operazione posta in essere dall’*insider* abbia creato turbative del mercato, ingenerando false aspettative, potrebbe immaginarsi un collegamento eziologico tra illecito penale e danno patrimoniale, altrimenti si dovrebbe concludere che la condotta dell’*insider* non sia stata in grado di influenzare il mercato. E’ certo però che queste considerazioni non possono sicuramente costituire un’argomentazione per escludere *tout court* la responsabilità civile, trattandosi solo di valutazioni relative all’accertamento delle conseguenze del comportamento nell’ambito dell’analisi dell’illecito civile, ma che in nessun modo intaccano la configurabilità della stessa su un piano astratto. Ulteriori problematiche si registrano nella prova del nesso di causalità giuridica tra l’utilizzazione della conoscenza privilegiata e il pregiudizio economico altrui, in quanto il danno dell’investitore si sarebbe realizzato anche in assenza della condotta di *insider trading* e il profitto ricavato dall’*insider* corrisponderebbe a quello

¹⁴² PETRONE, *L’insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, 1991, 332; BARTALENA, *op. cit.* 340.

che avrebbe realizzato chiunque avesse effettuato la medesima operazione¹⁴³. In definitiva, dinnanzi al guadagno dell'*insider*, non potrebbe parlarsi di un correlativo danno individuale giuridicamente rilevante¹⁴⁴. Secondo questa dottrina, inoltre, la previsione di un'incriminazione per abuso d'informazioni privilegiate non consentirebbe di per sé di qualificare la fattispecie in termini d'ingiustizia del danno. Ciò per l'appunto in base all'affermazione che la disciplina in materia sarebbe rivolta alla tutela di diritti super individuali, tutelando solo in via mediata l'investitore, mancherebbe quindi, la necessaria correlatività fra protezione giuridica dell'interesse leso e danno. In base alla predetta tesi di fronte ad una condotta d'*insider trading* non vi sarebbe alcuno spazio residuo per la tutela dell'investitore. Si tratta di un dibattito in grado di coinvolgere le stesse linee guida dell'ormai pluridecennale evoluzione dottrinale e giurisprudenziale in tema d'illecito aquiliano. Tale corrente dottrinale ritiene che il danno connesso all'*insider trading* vada ricondotto nella categoria dei c.d. danni meramente patrimoniali intendendosi quelle situazioni in cui è ravvisabile in capo ad un soggetto un'indubbia diminuzione patrimoniale, la quale non sarebbe tuttavia collegabile alla lesione di una posizione soggettiva autonoma. Si tratta di una tesi dottrinale che ha avuto modo di esprimersi soprattutto in relazione al profilo della responsabilità degli organi di controllo, quali la Banca di Italia e la CONSOB, per il danno da omessa vigilanza, ma che appare estensibile anche alla responsabilità civile dell'*insider* che si sia avvalso di informazioni privilegiate¹⁴⁵. La dottrina in esame si spinge in realtà ad una critica assai più elegante di quella sommariamente sopra illustrata, e collegata alla stessa concezione di danno ingiusto. In particolare la stessa sostiene che “danno ingiusto nella disposizione dell'art. 2043 c.c. è quello arrecato attraverso la lesione di una situazione giuridica soggettiva, di modo che il danno patrimoniale non collegato ad una simile lesione sarebbe estraneo all'area della tutela risarcitoria extracontrattuale e tutelabile solo in via contrattuale”¹⁴⁶ (ovvero come inadempimento di un obbligo *ex art.* 1218 c.c.) in presenza di un *vinculum iuris* tra danneggiante e danneggiato. La medesima dottrina esclude poi la possibilità di configurare un generico diritto all'integrità del patrimonio, diritto che in realtà verrebbe a dare tautologicamente per scontato quello che tale non è, e cioè che la perdita patrimoniale sia

¹⁴³ SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 19; CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988. Per una disamina a tutto campo della problematica, *cf.* CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993, 86.

¹⁴⁴ SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit. 23.

¹⁴⁵ SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1995, II, 534 ss., in merito alla responsabilità della Banca d'Italia per omessa vigilanza sulle banche. Si rinvia alla dottrina in esso richiamata ed in particolare alla pluriennale elaborazione di CASTRONOVO, a partire dall'opera *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979. Richiama l'elaborazione critica in tema di danno meramente patrimoniale anche ABBADESSA, op. cit. 761.

¹⁴⁶ Così testualmente, SCOGNAMIGLIO, op., cit. 543.

lesione del diritto, laddove i due profili necessitano di essere tenuti distinti, subordinando la rilevanza del primo alla sussistenza del secondo¹⁴⁷. La tesi condivisa, invece, dal Tribunale di Milano e di cui si fa portatore invero la maggior parte della dottrina¹⁴⁸ è quella che afferma l'esistenza in capo agli investitori danneggiati di un diritto risarcitorio fondato sulla clausola generale di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 c.c., diritto che si ricollegerebbe non ad un danno meramente patrimoniale bensì alla violazione di una specifica previsione legale (quella per l'appunto stabilito dalle norme repressive dell'*insider trading*) a cui si collega, in via immediata e diretta il danno patrimoniale. In merito appare, tuttavia, opportuno operare una distinzione a secondo che l'autore della condotta appartenga o meno al novero dei soggetti che sono destinatari degli obblighi di *disclosure* previsti dall'art. 114 TUF e disciplinati nel dettaglio nel Regolamento Emittenti. Nel caso in cui si trattasse di soggetti, obbligati alla *disclosure* come nel caso della sentenza di Milano, sembra davvero difficile negare la lesione di una posizione soggettiva degli investitori, direttamente coinvolti dalla violazione dell'obbligo di *disclosure*.

In tale ipotesi, infatti, la lesione deriva da una duplice infrazione, ossia non solo dall'operazione finanziaria in sé ma anche dall'inadempimento di un obbligo positivo ovvero quello di comunicare la notizia alla CONSOB. Non è un caso se anche gli autori che negano un diritto generale degli investitori al risarcimento dei danni finiscono poi per ammettere ed affermare l'esistenza di un obbligo risarcitorio in capo alla società emittente che non abbia effettuato la *disclosure*. Per i soggetti che invece non hanno un obbligo di *disclosure* ci si limita ad rinviare alle considerazioni sopra effettuate. Svolgendo alcune considerazioni critiche conclusive sulla pronuncia in esame si può affermare che la sentenza ruota tutta intorno alla tematica che per lungo tempo si posta in dottrina ossia proprio l'efficacia della disciplina penale in materia di *insider*¹⁴⁹. E' opinione ormai diffusa in dottrina come in giurisprudenza che l'uso esclusivo della sanzione penale sia di scarsa efficacia contro gli abusi di mercato¹⁵⁰. Studi di *law and economics* hanno chiarito che

¹⁴⁷ Sulla possibilità di configurare un simile diritto *cf.* Cass. sez. un., 15 giugno 1991 n. 6794, in *Giust. civ.* 1991, I, 1965 e in *Foro it.* 1991, I, 2717; Cass. 4 maggio 1982 n. 2765, in *Resp. civ. e prev.* 1982, 602; Pret. Torino, 23 maggio 1997, in *Danno e resp.* 1998, 277 con nota di LAGHEZZA.

¹⁴⁸ Ben rappresentato dai citati scritti di SANTORO e BRUNO.

¹⁴⁹ LINCiano - MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002, 300; MACCABRUNI, *insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. Comm.*, 1995, 598; CESARINI, *Aspetti economico aziendali dell'insider trading*, in AA.VV., *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario, l'insider trading*, Milano, 1992, 11; CARBONE, *op.*, cit. 35 ss. Per la dottrina americana, *cf.* MANNE, *Insider trading and stock market*, New York, 1966; NEYAT SEYHUN, *The effectiveness of the insider trading sanctions*, in *Jour. Law econ.*, 1992, 149 ss.; FRIED, *Reducing the profitability of corporate insider trading through pre - trading disclosure*, in *South. Cal. Law rev.*, 71, 1998, 307.

¹⁵⁰ CARRIERO, *op.*, cit. 537 ss.; LINCiano - MACCHIATI, *op.*, cit. 164 ss.; RIGOTTI, *Effettività delle misure repressive dell'insider trading: verifiche empiriche*, in *Riv. soc.*, 1994, 818. Misure per una maggiore

questa inefficacia dipende dall'incapacità del divieto di ridurre il numero delle condotte illecite e di punire quelle che effettivamente sono state poste in essere¹⁵¹. È noto, peraltro, che sempre l'analisi economica del diritto sconsiglia l'uso della pena per illeciti tipicamente commessi da soggetti con reddito elevato, suggerendo invece l'adozione della pena pecuniaria¹⁵².

In luogo del metodo del doppio binario in base al quale la sanzione penale è accompagnata da quella amministrativa occorrerebbe quindi un massiccio uso dei rimedi civilistici, come del resto avviene ad esempio negli Stati Uniti¹⁵³ laddove l'apparato delle sanzioni civili¹⁵⁴ è corposo e articolato e si basa prevalentemente su provvedimenti ingiuntivi, su azioni per la restituzione dei profitti illecitamente conseguiti ed infine su azioni a carattere risarcitorio. È chiaro che in questa ipotesi si tratta di una sanzione civile *sui generis*, con finalità prettamente punitive che risulta in parte estranea al nostro sistema per cui la responsabilità extracontrattuale ha esclusivamente finalità riparatorie, ma non tale da metterlo in crisi, in considerazione dell'esistenza di analoghe fattispecie punitive specie in ambito processuale (art. 96 c.p.c.).

effettività del divieto d'*insider trading* sono state espresse dal FESCO (Forum of european securities Commission), *Market abuse. FESCOS Action plan for financial services*, 19 giugno 2000, in www.eurofesco.org.

¹⁵¹ BRIS, *Do insider trading laws work?*, in *Yale International Center of finance*, 2000, in www.ssrn.com.

¹⁵² POSNER, *Economic analysis of law*, Toronto, 1992, 228

¹⁵³ Con riferimento in particolare all'*insider trading*, sebbene l'impostazione seguita negli Stati Uniti è quella di assegnare dei diritti di proprietà sull'informazione *price sensitive* e di regolare i conseguenti diritti di proprietà con la disciplina del contratto FABRIZIO, op. cit. 826; CARLTON - FISCHER, *The regulation of insider trading*, in *Stanf. law rev.*, 35, 1983, 861.

¹⁵⁴ Relativamente proprio alle sanzioni civili si ricordi che il potere di azioni è riconosciuto rispettivamente alla SEC sia ai singoli investitori. In particolare per quanto riguarda la SEC, quest'ultima può adire la Corte distrettuale al fine di imporre una sanzione civile ai soggetti che abbiano violato le regole contenute nelle sec. 10 e 14 ITSA 1984, e delle norme che di esse sono un'applicazione - la rule 10b-5 e la rule 14e-3 - ovvero di qualsiasi altra norma del *Securities exchange act* che vieti la pratica d'*insider trading*. La Corte può applicare una sanzione commisurata al vantaggio conseguito dall'*insider* che va da una somma pari al profitto ottenuto fino ad una somma pari al triplo del profitto conseguito. La somma inflitta a titolo di sanzione è destinata all'Erario dello Stato. In particolare, la possibilità dei singoli investitori di ricorrere alle azioni civili risale ad una pronuncia del 1974, allorquando si affermò come il risarcimento del danno non dovesse avere come destinatari unicamente coloro che avevano operato come controparte dell'*insider*, bensì anche coloro che avevano operato sul titolo dal momento in cui l'*insider* aveva rotto il dovere fiduciario [*Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith*, 495 F.2d 228 (2nd Cir. 1974)]. L'interpretazione fu rivista nel 1981, quando la stessa Corte affermò che destinatari del risarcimento potevano essere solo coloro che avevano operato contemporaneamente all'*insider*. [*Wilson v. Comtech Telecommunications Inc*, 648 F. 2d 88, (2nd Cir. 1981)]. Nel 1988, con l'entrata in vigore dell'ITSFEA (*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*), nacque una vera e propria disciplina delle azioni private. Il legislatore aderiva alla teoria del *contemporaneus trader*, secondo la quale hanno diritto al risarcimento dei danni solo coloro che hanno operato contemporaneamente all'*insider*. L'azione civile, ai sensi della nuova s. 20A SEA, può esser esercitata dai soggetti privati direttamente danneggiati, e poi estesa attraverso lo strumento della *class action*, a tutti coloro che hanno subito una violazione di posizione soggettiva dovuta allo stesso evento. La misura globale del risarcimento non può superare i profitti o le perdite evitate dell'*insider*, eventualmente diminuito della somma già restituita alla SEC ai sensi delle procedure di cui alla s. 21d.

PARAGRAFO II

IL RUOLO DELLA CONSOB

1. *Introduzione al paragrafo*

In tutti gli ordinamenti a capitalismo avanzato, l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari è sicuramente il soggetto che ha la maggiore possibilità, per i poteri d'indagine di venire a conoscenza di ipotesi di *insider trading* o di aggio su strumenti finanziari. I mercati finanziari sono, infatti, un tipico luogo d'interessi diffusi, che fanno capo ad una pluralità indeterminata di soggetti, la tutela di tali interessi superindividuali non può, quindi, che appartenere alla pubblica amministrazione. In particolare nel settore di mercati finanziari è necessario l'intervento di un organismo pubblico di vigilanza che sia dotato non solo di poteri di natura amministrativa ma anche para-giurisdizionali con competenza ad emanare non solo atti amministrativi ma anche regolamenti. La direttiva 2003/6/CE faceva riferimento alla nozione di "autorità competente" quale unica autorità amministrativa a cui demandare la vigilanza e gli accertamenti relativi alle operazioni abusive. Tale autorità è stata nel nostro ordinamento individuata nella CONSOB, tuttavia, rispetto ai poteri di cui godono analoghe autorità di vigilanza negli altri paesi, si pensi all'FSA britannica alla SEC americana o alla AMF francese,¹⁵⁵ alla nostra autorità di vigilanza fino ad un recente passato sono stati attribuiti poteri di rilevanza limitata. Cominciando l'analisi sui poteri di tale importante Authority con la legge 157/1991, si può rilevare che in base al predetto testo normativo la CONSOB non era dotata di poteri sanzionatori diretti, risultava soprattutto impossibile che la stessa potesse adottare interventi tempestivi, capaci quantomeno di raccogliere eventuali prove, prima che esse potessero essere rese irreperibili.

Proprio per tale ragione si auspicava un riordino della materia che desse l'impulso ad un ripensamento ai mezzi e ai poteri di indagini accordati all'autorità di vigilanza. Non per nulla il ruolo e l'azione della CONSOB furono uno dei punti maggiormente oggetto di dibattito in sede di approvazione del TUF. Il TUF, quindi, ha costituito l'occasione per un potenziamento dei poteri della CONSOB. In particolare gli articoli 185 e 186 del TUF mutavano il sistema di competenze relativo all'accertamento del reato, in precedenza

¹⁵⁵ Per una comparazione, *cf.* LINCIANO – MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002, 202.

imperniato sul ruolo di filtro tecnico della CONSOB che comportava l'accentramento di tutte le *notitiae criminis* presso il suo presidente. In base alla legge 157/1991 il presidente della CONSOB aveva, infatti, la competenza esclusiva ad acquisire le denunce concernenti le ipotesi di reato, potendo lo stesso non solo valutare la fondatezza della *notitia criminis* ma anche svolgere una attività istruttoria svincolata da quella dell'autorità giudiziaria. A seguito dell'approvazione del TUF viene meno tale competenza esclusiva, pertanto una volta ricevuta la *notitia criminis* dal pm, la CONSOB espleta tutte le attività ispettive necessarie e, a seguito della conclusione degli accertamenti, il presidente della Commissione trasmette la documentazione insieme ad una relazione alla magistratura inquirente.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza della CONSOB disponeva il comma 2 dell'art. 185 del TUF che "la CONSOB compie gli atti di accertamento delle violazioni avvalendosi dei poteri ad essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza"; nei confronti dei soggetti vigilati pertanto la Commissione godeva di ampi poteri (quale quello di richiedere dati, notizie e documenti, nonché quello di compiere ispezioni). Purtuttavia tali poteri investigativi erano utilizzabili dalla CONSOB solo nei confronti dei predetti soggetti; al precipuo fine di colmare tale lacuna il comma 3 dell'articolo 185 TUF attribuiva alla CONSOB anche: (lett. a) la facoltà di richiedere dati, notizie o documenti a chiunque appaia informato sui fatti stabilendo un termine per la conseguente comunicazione; (lett. b) la facoltà di procedere all'audizione di chiunque appaia informato sui fatti redigendone processo verbale; (lett. c) la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni ed accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria senza inoltrare apposita richiesta al Ministero delle Finanze. L'articolo 187 del TUF infine sanciva che nell'ambito dei procedimenti per i reati di cui agli articoli 180 e 181 del TUF la CONSOB esercitasse i diritti e le facoltà propri delle associazioni e degli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato. Tale disposizione, prevista anche nella legge 157/1991 è facilmente spiegabile dal momento che come più volte ricordato sia l'*insider trading* sia le condotte manipolative del mercato ledono un interesse superindividuale qual è quello della credibilità e liquidità dei mercati, ne consegue che il soggetto che poteva meglio farsi portatore di tale interesse era l'autorità di vigilanza che è appunto preposta al controllo del loro corretto andamento. Tuttavia i poteri che il TUF aveva previsto in capo alla CONSOB non risultavano sufficienti per garantire una attività di prevenzione delle fattispecie criminose, soprattutto con particolare riguardo al potere ispettivo che non poteva essere posto in essere nei confronti della maggior parte dei soggetti che potevano

essere coinvolti nel compimento delle operazioni abusive oggetto di repressione¹⁵⁶. A seguito della legge comunitaria del 2004 che andava recependo la direttiva europea sulla *market abuse*, sono state apportate molteplici modifiche al TUF che hanno rafforzato i poteri della CONSOB. Già ad una prima lettura appare chiaro come il ruolo della CONSOB sia stato rafforzato: quest'ultima, infatti, dispone della fattiva collaborazione della Guardia di Finanza, che agisce con i poteri che le spettano ai fini dell'accertamento dell'Iva e dell'imposta sui redditi. Inoltre, sono accresciuti i poteri collaborativi con l'autorità giudiziaria in sede di svolgimento delle indagini. Nell'ambito dei suoi nuovi poteri investigativi, la CONSOB potrà richiedere alle Pubbliche Amministrazioni la comunicazione di dati ed informazioni, anche personali, anche in deroga ai divieti in materia di protezione dei dati; accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria; domandare l'acquisizione dei dati relativi al traffico telefonico e via e-mail; avvalersi dei dati contenuti nell'anagrafe centrale dei conti e dei depositi bancari e postali; accedere direttamente, tramite apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei Rischi della Banca d'Italia. E' chiaro che in, in considerazione della loro particolare forza invasiva, tali atti dovranno essere autorizzati previamente dal Procuratore della Repubblica. Sono altresì previsti obblighi di segnalazione alla CONSOB da parte di soggetti abilitati, agli agenti di cambio e alla società di gestione di operazioni che, secondo ragionevoli motivi, possono essere considerate sospette, in quanto le stesse possono integrare i reati relativi agli abusi di mercato. Il potere della CONSOB risulta poi rilevante sotto il profilo delle irrogazione della sanzioni amministrative che sono disposte dalla autorità stessa, sarà la stessa autorità, infatti a dare avvio e a sviluppare i procedimenti amministrativi al proprio interno, pur sempre nel rispetto del generale principio di difesa e del contraddittorio. Se, invece, il fatto costituisce reato, la Commissione informa l'autorità giudiziaria. Analogamente il p.m. quando abbia notizia di abusi d'informazioni privilegiate ne informerà la CONSOB. Tali previsioni sono volte a garantire un costante flusso d'informazione tra l'autorità di vigilanza e quella giudiziaria, il pm, infatti, in presenza di abusi di mercato deve informare "senza ritardo" il presidente della CONSOB. Qualora invece si profili una fattispecie di reato il presidente della Authority in esame ne darà notizia congiuntamente con una relazione motivata al pm¹⁵⁷.

¹⁵⁶ NAPOLEONI, *Le novità introdotte dal Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*. In particolare la disciplina penalistica in materia d'insider trading e di manipolazione del mercato mobiliare, in *Incontro di studio sul tema: "I bilanci delle imprese"* Frascati, 2-4 aprile 1998. CARBONE, *Il ruolo della Consob ed i nuovi doveri di informazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 649; BRUNO, DI PRISCO, *Market abuse directive e ruolo della Consob: della manipolazione del mercato e della tutela dell'attività di vigilanza della Consob*, in *Corr. giur.*, 2008, 454.

¹⁵⁷ RODORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005, 813.

Le modifiche del TUF sono quindi volte ad un effettivo rafforzamento della cooperazione tra l'autorità di vigilanza e quella giudiziaria. Sotto questo profilo degno di nota è la dichiarazione dell'ex presidente della CONSOB, Lamberto Cardia, il quale ha affermato, facendo riferimento alla direttiva 6/2003 che “questa direttiva pone le premesse per il rafforzamento della CONSOB sia sul piano normativo, attraverso il conferimento di poteri più efficaci e più incisivi, sia su quello, non meno importante dell'organico. Su questi presupposti l'attività di vigilanza potrà essere più vicina alle esigenze del mercato e in particolare dei risparmiatori”. La valutazione che Cardia trae sulla legge è positiva perché “di questo traguardo può essere soddisfatta non solo la CONSOB, ma l'intera comunità finanziaria italiana e internazionale”¹⁵⁸. Il recepimento della direttiva sulla lotta agli abusi di mercato era, infatti, un elemento importante – ma ad oggi incompiuto – del giudizio sostanzialmente positivo espresso dal Fondo monetario internazionale sul sistema finanziario del nostro Paese”. Il quadro delle disposizioni CONSOB è stato poi ulteriormente completato con la Comunicazione n. DME/6027054 del 24 marzo 2006 avente ad oggetto “informazioni al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato – Raccomandazioni e chiarimenti”. Si ricorda, infine, che in base al potere regolamentare attribuito alla CONSOB, l'atto in commento ha fornito un completamento all'apparato normativo primario. I “Regolamenti CONSOB” in realtà non fanno altro che trasfondere nell'ordinamento italiano le previsioni delle Direttive di “livello 2” che richiedevano per l'appunto esplicita attuazione prima di potere essere applicate in Italia. Una volta delineata seppur sommariamente l'evoluzione della normativa relativamente ai poteri attribuiti alla CONSOB, appare opportuno soffermarsi su una questione particolarmente rilevante concernente la natura di tali poteri. Invero sin dalle prime modifiche apportate dal TUF alla legge 157/1991 si è prospettata la *querelle* concernente l'inclusione dei poteri di indagini illustrati nell'ambito di quelli giudiziari o amministrativi. In particolare vi è da chiedersi se l'attività di accertamento svolta dalla CONSOB sia una vera e propria attività di polizia giudiziaria o sia da ricondursi ad un mero accertamento amministrativo. Non pare, nonostante in materia vi siano opinioni divergenti¹⁵⁹, che tale attività sia da ricondurre a quella giudiziaria. L'attribuzione ai funzionari della CONSOB della qualifica di ufficiali o agenti di polizia giudiziaria oltre che comportare una manifesta forzatura agli artt. 55 e 57 c.p.p. che espressamente regolano ed illustrano le funzioni della polizia giudiziaria, nonché le

¹⁵⁸ Intervista rilasciata nell'aprile 2005 ai giornalisti delle testate nazionali.

¹⁵⁹ ROMANELLI – FOSCHI, *Accertamento da parte della Consob dei reati di insider trading e aggio*, in *Società*, 1999, 10, 1181 e ss.

modalità per l'attribuzione della qualifica di ufficiale o agente di polizia giudiziaria, avrebbe delle conseguenze paradossali. Se si dovesse riconoscere ai funzionari della CONSOB la qualifica di ufficiali o agenti di polizia giudiziaria, gli stessi avrebbero addirittura la facoltà di procedere all'arresto, in caso di flagranza, inoltre, dal momento che per i reati relativi all'*insider trading* e alla manipolazione del mercato la CONSOB esercita i diritti e le facoltà attribuite dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato (artt. 91 e ss. c.p.p.), il riconoscere alla CONSOB poteri di polizia giudiziaria, implicherebbe la stravagante conseguenza che la polizia giudiziaria può assumere la veste di soggetto processuale con diritti e facoltà attribuiti alla persona offesa dal reato. Esclusa pertanto che l'attività d'indagine e di accertamento della CONSOB possa qualificarsi come attività di polizia giudiziaria, non resta che ricondurla nell'ambito dell'attività amministrativa.

Ne consegue che la persona sottoposta alle indagini preliminari per i reati relativi agli abusi di mercato, se convocata dalla CONSOB, non ha nessun obbligo di comparire né, tanto meno, di dire la verità. La persona informata sui fatti che svolga funzioni di amministratore, direzione e controllo presso soggetti abilitati allo svolgimento di servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (intermediario), se convocata dalla CONSOB non ha alcun obbligo, penalmente sanzionato, di collaborazione. Piuttosto ove l'invito a presentarsi emesso dalla CONSOB faccia espresso e motivato riferimento a "ragioni di giustizia", la persona informata sui fatti che non si presenti, potrebbe essere incriminata per la contravvenzione prevista dall'art. 650 c.p. (inosservanza dei provvedimenti dell'Autorità). Esclusa la qualifica di polizia giudiziaria alla CONSOB non sarà neanche configurabile il reato di favoreggiamento personale, il quale, secondo il codice penale è un "delitto contro l'attività giudiziaria", concetto ben diverso da quello di attività amministrativa.

2. La costituzione di parte civile della CONSOB: verso la nuova frontiera della tutela del mercato

A tutela del corretto funzionamento del mercato mobiliare spetta alla CONSOB il diritto di costituirsi parte civile nell'ambito del procedimento penale in cui vengono contestati i reati relativi agli abusi di mercato al fine di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale e non patrimoniale. Non si è invero mai dubitato, pur in assenza di un'esplicita previsione nel TUF, che ad essa spettasse il diritto di agire sia in sede civile che in quella penale,

diritto che costituisce estrinsecazione della sua piena capacità di soggetto di diritto¹⁶⁰. Appare opportuno ricordare che, secondo le regole generali fissate negli artt. 185 c.p. e 74 ss. c.p.p., dalla commissione di un reato che abbia cagionato un danno deriva in capo a chi lo abbia subito il diritto al risarcimento sia dei danni patrimoniali, sia di quelli non patrimoniali secondo i principi generali che disciplinano l'azione risarcitoria nel codice civile, con la possibilità di esercitare detta azione tanto nel processo penale quanto in quello civile. Tale facoltà è riconosciuta dal nostro ordinamento sia alle persone fisiche, sia alle persone giuridiche, come confermato dalla disposizione di cui all'art. 91 c.p.p. riguardante gli enti e le associazioni senza scopo di lucro. A conferma della legittimazione della CONSOB ad esercitare l'azione civile nel processo penale milita il dato testuale dell'art. 187-*undecies* TUF rubricato "*Facoltà della CONSOB nel procedimento penale*" ove si stabilisce espressamente che la Commissione nei procedimenti per i reati previsti dagli artt. 184 e 185, "esercita i diritti e la facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato".

Al comma secondo, la medesima disposizione attribuisce alla CONSOB la facoltà di costituirsi parte civile, laddove sia stato cagionato un danno di natura non patrimoniale all'integrità del mercato, da liquidare con una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, a favore della Commissione. La facoltà della CONSOB di intervenire nella dinamica processuale penale *ex art. 187-undecies* TUF, era già riconosciuta dall'art. 8 della L. n. 157 del 1991 che attribuiva alla Commissione, nei procedimenti per *insider trading* e aggio, i diritti e le facoltà della persona offesa, previsti dall'art. 90 c.p.p., nonché quelli disciplinati dall'art. 505 c.p.p. In particolare, quest'ultima disposizione rubricata "*Facoltà degli enti e delle associazioni rappresentativi lesi dal reato*", disciplina importanti facoltà degli enti – persone giuridiche rappresentative di interessi lesi dal reato – consentendo loro di chiedere al presidente di porre specifici quesiti a testimoni, periti, consulenti, o di sollecitare istanze, ovvero letture, attraverso le quali far entrare in giudizio nuove fonti di prova idonee a determinare un cospicuo incremento della piattaforma istruttoria su cui si fonda la statuizione giudiziale. In seguito con l'art. 187-*undecies* TUF il legislatore è intervenuto per attribuire espressamente alla CONSOB i diritti e le facoltà previste dal codice di procedura penale a favore degli enti e delle associazioni

¹⁶⁰ Si veda al riguardo l'ordinanza del 25 gennaio 2005, Trib. Milano (GUP Tacconi), in cui si osserva che "il fatto che la legislazione non preveda espressamente, così come fa in altre ipotesi ed in relazione ad altri enti, un potere della CONSOB di costituirsi parte civile in procedimenti penale, non comporta automaticamente la negazione della possibilità di esercitare detta azione, operando il principio generale di cui agli artt. 74 c.p.p. e 185 c.p.p.". Sulla scorta di analoghe considerazioni: Trib. Brescia - sez. indagini preliminari e udienza preliminare - 3 marzo 2005 (GUP Benini) per fattispecie di condotte illecite riconducibili agli artt. 2637 e 2638 c.c.

rappresentative degli interessi lesi dal reato. La disposizione in commento ha semplicemente riconfermato la possibilità della CONSOB di agire in qualità di parte civile già desumibile dall'art. 74 c.p.p. Pertanto l'art. 187-*undecies* del TUF non è altro che una norma ricognitiva di una facoltà che discende dai principi generali in base al quale è legittimato all'esercizio dell'azione civile nel processo penale "il soggetto al quale il reato ha recato danno"¹⁶¹. Le maggiori innovazioni si sono tuttavia verificate a seguito al recepimento della direttiva 2003/6/CE che, come in precedenza menzionato, ha comportato la sostituzione dell'originario Capo IV "Abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari" nel Titolo I-bis del TUF, determinando un progressivo ampliamento dei poteri processuali dell'Autorità di vigilanza, specie per quanto riguarda la fase antecedente alle indagini preliminari.

In particolare, l'art. 187-*decies* TUF, riconosce alla CONSOB una posizione paritetica a quella dell'Autorità giudiziaria, in un clima di reciproca collaborazione, in un'ottica non solo preventiva, ma anche repressiva delle violazioni accertate.

Con il successivo art. 187-*undecies*, è riconosciuta esplicitamente alla CONSOB la costituzione di parte civile nei procedimenti per i reati d'*insider trading* e aggio. Per quanto concerne il bene giuridico tutelato e pertanto leso dai reati summenzionati questo è naturalmente da individuare nella trasparenza dei mercati alla cui vigilanza è preposta la Commissione. Qualche cenno va fatto anche alla tesi che nega il potere della CONSOB di costituirsi parte civile. Invero la predetta tesi si basa sull'impossibilità di configurare la medesima come soggetto danneggiato dal reato, non potendo la stessa lamentare un danno diretto ai sensi dell'art. 74 c.p.

Aderendo a questa interpretazione, si potrebbe concludere che mentre la CONSOB può rivestire esclusivamente la qualifica di ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato, ai sensi dell'art. 187 TUF oggi vigente, in capo agli investitori, in grado di lamentare un danno diretto dal comportamento vietato, sono astrattamente ascrivibili sia la qualifica di persona offesa che quella di danneggiato dal reato¹⁶².

¹⁶¹ In tal senso, un'ordinanza (inedita) del Tribunale di Milano (Sez. II, 20 novembre 2008 - Pres. Manfrin). Tale ordinanza, decidendo a norma dell'art. 491 c.p.p. sulla questione preliminare connessa alla richiesta di esclusione della parte civile CONSOB, la cui costituzione era stata già ammessa nell'udienza preliminare ha ribadito l'ammissibilità della costituzione di parte civile della Commissione, sul presupposto che la realizzazione di condotte integranti manipolazione del mercato ex art. 185 del TUF costituisce un ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.), determinano un danno immediato e diretto in capo all'indicata Autorità di vigilanza, attesa la lesione dell'interesse pubblico alla correttezza ed al controllo dei mercati mobiliari, di cui l'Istituto è referente.

¹⁶² Nega la possibilità di costituzione di parte civile in capo alla CONSOB, Trib. Brescia 25 giugno 2002, cit., 735; cfr. anche SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, in PEDRAZZI, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998, 471.

3. *Il risarcimento del danno non patrimoniale a favore delle persone giuridiche*

La previsione della possibilità per la CONSOB di costituirsi parte civile e quindi di chiedere il risarcimento anche del danno non patrimoniale postula un breve esame circa l'ammissibilità del risarcimento del danno non patrimoniale per le persone giuridiche per poi soffermarsi sui casi di recente attenzione da parte della giurisprudenza soprattutto di merito. A tal riguardo occorre primariamente soffermarsi sulla capacità giuridica degli enti, secondariamente sulla possibilità di configurare in capo ad essi diritti personalissimi ed infine sul risarcimento del danno non patrimoniale con la conseguente individuazione dei danni risarcibili. La capacità giuridica, intesa come attitudine ad essere soggetto di diritti, è presupposta ma non definita dal codice civile. Ciò deriva dalla considerazione che l'ordinamento si limita a riconoscere una capacità che spetta ai soggetti fin dalla nascita. Proprio il riferimento, previsto dall'art. 1 c.c., alla nascita, che presuppone ontologicamente la fisicità dei soggetti a cui lo stesso si riferisce, ha reso problematico estendere la capacità giuridica e i diritti della personalità ad essa connessi alle persone giuridiche.

Tradizionalmente sia la dottrina che la giurisprudenza sono concordi nel riconoscere la capacità giuridica anche agli enti. In particolare, si fa riferimento alla personalità giuridica prevista dal codice per affermare l'esistenza in capo agli enti della capacità giuridica. Sarebbe, tuttavia, errato identificare *tout court* la personalità giuridica con la capacità giuridica. Il termine personalità giuridica è, infatti utilizzato per indicare particolari effetti che si verificano sotto il profilo patrimoniale ad enti che hanno seguito uno specifico procedimento pubblicistico. Argomentando in senso contrario non si dovrebbe riconoscere la capacità giuridica alle associazioni non riconosciute o agli enti di fatto. Deve allora più correttamente intendersi per capacità giuridica l'attitudine ad essere un centro di imputazioni di situazioni giuridiche, riconoscendosi in tal modo la capacità giuridica anche agli enti che non hanno seguito quel particolare procedimento volto a rendere autonomo il patrimonio della società da quello dei singoli soci.

Occorre però precisare che si tratta di una capacità giuridica ben più limitata rispetto a quella riconosciuta alle persone fisiche. La dottrina tradizionale ha, infatti, da sempre riconosciuto alle persone giuridiche i diritti della personalità compatibili con la sua essenza di fisicità. La compatibilità deve essere, tuttavia, intesa non in senso materiale ma

funzionale in quanto sono attribuibili alla persona giuridica quei diritti che sono compatibili con il perseguimento delle sue finalità istituzionali.

Muta, inoltre, la *ratio* dell'attribuzione di tali diritti rispetto alle persone fisiche. Nello specifico, mentre siffatti diritti sono attribuiti alle persone fisiche come effetto della dignità agli stessi riconosciuti e nell'ottica antropocentrica di cui è portatrice la Carta costituzionale, alle persone giuridiche sono riconosciuti alla luce degli scopi dalle medesime perseguite. E' importante chiarire che i diritti della personalità sono riconosciuti alle persone giuridiche in quanto tali e non come semplice riflesso dei medesimi diritti attribuiti alle persone fisiche che li compongono. La dottrina tradizionale, al fine di chiarire tale rilevante distinzione, ha elaborato la teoria dei corpi intermedi, al fine di specificare che i diritti della personalità sono attribuiti direttamente alle persone giuridiche indipendentemente dalla considerazione che le stesse costituiscono strumenti per il perseguimento degli interessi delle persone fisiche. La predetta teoria si contrappone alla dottrina classica secondo cui la persona giuridica è un ente artificiale creato dall'uomo per soddisfare esigenze proprie. Passando all'esame dei diritti della personalità riconosciuti alla persona giuridica, tra questi è possibile annoverare il diritto al nome, all'immagine, all'identità, alla reputazione commerciale che costituisce null'altro che una *species* del diritto alla reputazione. Com'è noto i diritti della personalità sono imprescrittibili, personalissimi ed assoluti (nel senso che il loro rispetto si impone a tutti i consociati). Al riconoscimento di tali diritti si accompagnano anche le rispettive tutele ovvero la tutela inibitoria e quella risarcitoria. Con particolare riferimento alla tutela risarcitoria occorre premettere che se non si è mai dubitato di un danno patrimoniale nei confronti delle persone giuridiche ben più problematica è stata l'affermazione del danno non patrimoniale. Relativamente al danno patrimoniale infatti si è sostenuto che la lesione all'immagine e alla reputazione commerciale cagioni un danno patrimoniale avente ad oggetto le spese necessarie per ristabilire la reputazione lesa. Diversamente, per quanto riguarda il danno non patrimoniale, la giurisprudenza si è dimostrata in un primo tempo restia ad ammettere la risarcibilità di siffatto tipo di danno.

Tale orientamento negazionista derivava dalla lettura dell'art. 2059 c.c. come ricomprensivo del solo danno morale inteso come sofferenza transeunte, incompatibile con l'ontologica impossibilità per le persone giuridiche di provare sofferenza. Il danno biologico, inteso come lesione alla salute e il danno esistenziale, concernente la lesione di diritti costituzionali tutelati dalla Costituzione, diversi dalla salute, erano risarciti dall'art. 2043 c.c. in combinato disposto rispettivamente con l'art. 32 cost e con l'art. 2 cost, ed

erano pertanto considerate poste attive del patrimonio inteso in senso ampio. Tale interpretazione era giustificata dal fine di evitare il limite dell'art. 2059, che circoscrive la risarcibilità del danno non patrimoniale ai casi previsti dalla legge, rappresentati per lungo tempo dal solo danno da reato. E' solo nel 2003, a seguito di un intervento della Cassazione, che si riporta il danno biologico e il danno esistenziale nell'ambito del danno non patrimoniale. In tal modo è ben possibile riconoscere il danno non patrimoniale anche alle persone giuridiche come lesione di diritti costituzionalmente tutelati, per i quali il risarcimento costituisce la tutela minima e come tale non limitabile¹⁶³. Si deve anzi sottolineare come i casi previsti dalla legge in cui si ammette il danno non patrimoniale per le persone giuridiche hanno costituito una delle argomentazioni usate per mettere in crisi la ricostruzione del danno non patrimoniale come limitato al solo danno morale. Nel 2008 nel panorama giurisprudenziale si è registrato un altro importante intervento della Suprema Corte che, nell'affermare la valenza solo descrittiva della distinzione tra danno biologico, danno esistenziale e danno morale, ha affermato la natura unitaria del danno non patrimoniale, da intendersi come danno da lesioni d'interessi non suscettibili di valutazione economica¹⁶⁴. Le Sezioni Unite riferendosi al danno-evento, o meglio all'evento di danno, hanno affermato che in mancanza di una specifica previsione di legge, possono essere risarciti solo i danni ai diritti inviolabili della persona riconosciuti dalla Costituzione. La medesima sentenza, con specifico riguardo al danno evento, ha affermato che occorre altresì la gravità della lesione, nel senso che questa deve superare la tollerabilità imposta dal principio di solidarietà di cui all'art. 2, nonché con riferimento al danno conseguenza che il danno deve essere serio¹⁶⁵. A questi principi deve pertanto rapportarsi il danno non

¹⁶³ Cass. 31 maggio 2003 n. 8827 in *Riv. Corte conti*, 2003, p. 221 e Cass. 31 maggio 2003 n. 8828 in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, I, 5, 232 nota SCARPELLO; in *Foro it.*, 2003, I, c. 2273, con nota di NAVARRETTA, *Danni non patrimoniali. Il dogma infranto e il nuovo diritto vivente*; in *Giur. it.*, 2004, 1129, con nota di M. BONA, *L'ottava vita dell'art. 2059 c.c., ma è tempo d'addio per le vecchie regole!*; Cass. 2 luglio 2004, n. 12110. Le note a sentenza sono numerose, tra le altre: CENDON in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 3, 685; BARGELLI, in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 691; CAMPIONE, in *Giur. civ.*, 2003, 10, p. 2063; PECCENINI, in *Dir. e giust.*, 2003, 24, 22; ZIVIZ, in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 703. Peraltro, nel senso di riconoscere il risarcimento del danno non patrimoniale ad una persona giuridica a seguito della lesione di un diritto della personalità prima dell'intervento innovatore delle sentenze 8828 e 8827 del 2003 cfr Cass. 27 luglio 2001 n. 10291 in *Mass Giust. civ.*, 2001, p. 1489 e Cass. 10 febbraio 1998 n. 1347 in *Mass Giust. civ.*, 1998, 290, ove il Giudice di legittimità statuisce che: "anche se tutta una serie di fattispecie generatrici di pregiudizi non patrimoniali, quali quelle lesive della vita, della libertà personale, dell'integrità fisica restano in concreto pur sempre irriparabili alle persone giuridiche potendo trovare solo nelle persone fisiche il loro referente è innegabile che ove gli enti personificati siano titolari di diritti non patrimoniali (come quelli della tutela dell'onore, della reputazione, dell'identità personale), possano allora anch'essi conseguentemente subire un pregiudizio non patrimoniale dalla correlativa aggressione".

¹⁶⁴ Cass. ss. un. civ 24 giugno - 11 novembre 2008, n. 26972, in *Guida al dir.*, 2008, 18 s., con comm. di COMANDÈ *Risposta negativa a tutti i quesiti sull'autonomia del danno esistenziale*; in *Danno e Resp.* 2009,19, con commento di PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, LANDINI, GANGA, *Le SS.UU. fanno il punto del danno non patrimoniale*.

¹⁶⁵ Per una ricostruzione delle vicende giurisprudenziali che hanno riguardato l'art. 2059 c.c. si rinvia: a Corte cost, 11 luglio 2003 n. 233 con nota di PERLINGIERI, *L'art. 2059 c.c., uno e bino: una interpretazione*

patrimoniale riconosciuto alle persone giuridiche. Alla luce della clausola implicita di compatibilità entro cui possono essere riconosciuti i diritti della personalità alle persone giuridiche, il danno non patrimoniale deve essere riconosciuto allorché si verifichi un danno ai diritti immateriali della persona giuridica compatibili con l'assenza di fisicità di quest'ultime. Per quanto concerne l'individuazione delle le tipologie di danno che possono essere sofferte dalla CONSOB in presenza di operazioni abusive, gli stessi sono naturalmente classificabili in due tipi: patrimoniali e non patrimoniali. Nel danno di natura patrimoniale, risarcibile *ex art.* 2043 c.c., rientrano i costi sostenuti dalla Commissione per l'impiego di risorse umane e materiali, utilizzate per lo svolgimento del mandato istituzionale in seguito alla consumazione del reato che, tra l'altro, potrebbero sviare o ritardare in qualche modo il compimento di altre attività cui è preposta CONSOB. Più rilevante è la seconda categoria di danno non patrimoniale, a seguito delle condotte criminose volte a realizzare un *vulnus* alla trasparenza dei mercati sono stati riconosciuti il danno all'integrità del mercato previsto dal comma 2 dell'art. 187-*undecies* TUF ma soprattutto il danno all'immagine che si risolve in un'offesa al prestigio e all'autorevolezza della Commissione. Soffermandoci, in conclusione, sulla giurisprudenza in materia di danno non patrimoniale sofferto dalla CONSOB, si può ricordare come la prima sentenza che ha accolto la domanda risarcitoria della CONSOB, che si era costituita parte civile, è stata del tribunale di Milano¹⁶⁶. La vicenda riguardava una fattispecie di aggio manipolativo realizzato con artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo ufficiale di un titolo quotato in borsa. Il tribunale di merito si è soffermato sul danno da lesione da integrità del mercato spiegando che quest'ultimo “va riferito alla lesione arrecata all'omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla CONSOB; spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti; discende, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile (anche) in via equitativa”. Con la medesima pronuncia viene poi risarcito anche il danno all'immagine in quanto la “disinvolta condotta degli imputati risulta essere idonea a ingenerare nel pubblico la percezione, con riferimento alla CONSOB di un'autorità inefficiente nel disimpegno delle proprie funzioni di vigilanza e, quindi, sostanzialmente inutile. Per le entità giuridiche prive di fisicità, come l'autorità di che trattasi, se da un lato, non è configurabile un coinvolgimento psicologico in tema di “patema d'animo”, dall'altro, il risarcimento del

che non convince, in *Rass. dir.civ.*, 2003, 76; CAPOBIANCO, *Lesione di interessi essenziali della persona e loro risarcibilità: il c.d. danno esistenziale. Il contributo della Rassegna di diritto civile in Quad. Rass. di dir. civ.* (a cura di) PERLINGIERI - *Venticinque anni della Rassegna di diritto civile*, 2005, Napoli, 453.

¹⁶⁶ Trib. Milano, III sez., 24 marzo 2006, n. 3406 in *Danno e Resp.*, 2010,3, 221, con comm. di CLARA ELENA, *Una nuova frontiera per la tutela del mercato: il risarcimento del danno non patrimoniale per la Consob.*

danno non patrimoniale può dipendere dalla violazione dei diritti di natura immateriale, che incidono direttamente sul diritto soggettivo di esistere e/o di operare efficacemente della persona giuridica”. Infine nella sentenza in commento, il giudice ha ritenuto risarcibile anche un generico danno non patrimoniale determinato dalle negative ripercussioni economiche causate dall’impiego di funzionari e dirigenti nello svolgimento di complesse ed articolate attività di vigilanza.

PARAGRAFO III

OBBLIGHI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE

1. Introduzione al paragrafo

Come già ampiamente illustrato, una delle finalità perseguite della normativa in materia di abusi di mercato, particolarmente sottolineata tra l'altro dalla direttiva 2003/6/CE, è quella di pervenire ad una maggiore trasparenza nelle contrattazioni che si svolgono nell'ambito dei mercati finanziari. La giustificazione dell'intervento del legislatore nel generale ambito della *disclosure* deriva dal rinnovato riconoscimento della valenza pubblicitaria attribuita al bene "informazione societaria" e dalla considerazione della totale inadeguatezza delle informazioni fornite dagli emittenti in via volontaria. Proprio al fine di perseguire tale ambizioso obiettivo sono stati previsti a livello europeo specifici obblighi informativi. Nello specifico, soffermandosi sui principi generali enunciati dalla direttiva comunitaria sopra citata, e prima di trattare più approfonditamente la disciplina nazionale, vi è l'obbligo agli emittenti di strumenti finanziari di comunicare tempestivamente tutte le informazioni privilegiate loro riguardanti e di notificare le autorità competenti di eventuali operazioni sospette. E' altresì previsto l'obbligo per gli amministratori di dare piena trasparenza ad ogni transazione avente ad oggetto i titoli delle proprie società, attraverso adeguate comunicazioni, le quali devono essere effettuate il "più presto possibile". L'obbligo d'informativa investe anche quei soggetti che sebbene non rientrino nelle categorie sopra illustrate hanno la capacità di influenzare l'andamento dei titoli, si tratta specificamente degli analisti finanziari e delle *società di rating*, i quali sono assoggettati dalla disciplina europea ad stringenti obblighi di trasparenza e correttezza nella valutazione degli strumenti finanziari.

2. Gli obblighi di disclosure

All'interno del nostro assetto ordinamentale gli obblighi informativi posti a carico degli emittenti trovano il loro inquadramento sistematico nella disciplina contenuta nel capo I, parte IV, titolo III, del TUF, rubricato per l'appunto "*informazione societaria*". Lo stesso

contempla le materie concernenti il prospetto di quotazione (art. 113), delle comunicazioni al pubblico (art. 114) delle informazioni al mercato in tema di strumenti finanziari assegnati a collaboratori e dipendenti (art. 114-*bis*), delle comunicazioni alla CONSOB (art. 115), nonché alcuni aspetti dell'informazione contabile. Si deve ricordare che tale articolata disciplina è il frutto di successivi interventi normativi tutti volti a recepire la disciplina comunitaria in materia. In particolare un'importanza determinata circa gli obblighi di *disclosure*, riveste la direttiva 2003/6/CE e la relativa disciplina di attuazione, la quale ha introdotto accanto ad una dettagliata disciplina *dell'insider trading* e della manipolazione di mercato, specifiche disposizioni relative agli obblighi informativi degli emittenti. Ciò consente di mettere in luce il pensiero del legislatore europeo che ha voluto in tal modo evidenziare l'interconnessione tra le due discipline, ed in particolare la funzione preventiva delle norme sulle comunicazioni rispetto ai comportamenti sanzionati di *insider trading* e di manipolazione del mercato. In tale quadro normativo assume particolare rilevanza la disciplina delle comunicazioni al pubblico che si suddivide da una parte, negli obblighi di *disclosure* concernenti le informazioni privilegiate relative agli emittenti (art. 114, co 1, TUF) e, dall'altra nell'obbligo di rendere pubblici, secondo le modalità stabilite dalla CONSOB "notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico" (art. 114, co 5, TUF). In sede di recepimento della direttiva 2003/6/CE il legislatore ha espressamente regolato le comunicazioni al pubblico, indicando anche le modalità che devono essere osservate nel momento della loro diffusione, nell'art. 114 TUF (come novellato dall'art. 9, co 1, lett.e) della L. 62/2005).

E' così regolato l'obbligo per i soggetti quotati e per quelli che li controllano di comunicare, senza indugio, al pubblico le informazioni privilegiate relative ai medesimi emittenti e alle società degli stessi controllate. Si tratta di un obbligo d'informazione continua volto a rendere tempestivamente informati gli investitori circa rilevanti mutamenti verificatisi nella società; il predetto obbligo persegue un duplice scopo, da un lato quello di consentire agli investitori di correggere o di integrare le proprie aspettative circa le prospettive della società emittente e dall'altro quello di garantire un livello di parità informativa al fine di scongiurare il rischio di abuso di informazione privilegiate. Per quanto concerne l'esame dogmatico della norma in esame, questa individua come destinatari degli obblighi informativi gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano. Volendo ricercare la nozione di emittente quotato si deve fare riferimento a quanto enunciato nell'art. 1, co 1, lett. w) del TUF, secondo cui in tale nozione rientrano i soggetti (non esclusivamente in forma societaria) italiani o esteri che emettono strumenti finanziari

quotati nei mercati regolamentati italiani. Per quanto riguarda, invece, l'individuazione dei "soggetti controllanti" occorre far riferimento al rapporto di controllo delineato dall'art. 93 TUF¹⁶⁷. Sono altresì tenuti agli obblighi d'informazione continua sia i soggetti emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante¹⁶⁸, sia quelli che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani (art. 65-bis Regolamento Emittenti). Qualche profilo di perplessità rispetto al perimetro di applicazione della disciplina in esame si presenta per i gruppi. La normativa italiana, infatti, diversamente da quella europea estende anche ai soggetti controllanti l'emittente gli obblighi informativi concernenti le informazioni privilegiate. E' possibile allora interrogarsi se tali obblighi di *disclosure* riguardino anche le informazioni relative alle società controllate dal soggetto non quotato che controlla l'emittente, quando si tratti di informazioni volte ad influenzare i prezzi degli strumenti finanziari di quest'ultimo¹⁶⁹. Altra tematica interessante è quella relativa alla duplicazione degli obblighi informativi, stante l'individuazione di due destinatari degli obblighi di comunicazione (emittente e controllante). Tale problema può essere risolto in base al principio dell'utilità dell'informazione individuando nell'emittente il soggetto destinato ad adempiere in via primaria, mentre la controllante dovrà attivarsi in caso d'inerzia del primo. Tale argomentazione risulta suffragata dall'art. 114 co. 2 del TUF, che, da un lato stabilisce in capo agli emittenti quotati l'obbligo di impartire alle controllate le disposizioni necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione, dall'altro impone a queste ultime di trasmettere le notizie richieste.

Per quanto concerne il contenuto delle informazioni privilegiate rilevano sia le informazioni privilegiate che si realizzano nella sfera dell'emittente, che quelle concernenti società da questo controllate, purchè chiaramente abbiano una potenziale incidenza sui prezzi degli strumenti dell'emittente stesso. Per quanto attiene alle modalità di adempimento degli obblighi di informazione, è previsto che gli emittenti rendano pubbliche le informazioni rilevanti mediante invio di un comunicato alla società di gestione del mercato (che lo mette a disposizione del pubblico) e ad almeno due agenzie di

¹⁶⁷ Che dispone che "sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359 c.c., primo comma, numeri 1 e 2,, anche:

a) le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;

b) le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria."

¹⁶⁸ Per la definizione relativa, cfr. art. 2-bis del Regolamento Emittenti.

¹⁶⁹ In senso negativo sembra deporre la Comunicazione CONSOB n. 6027054 del 28 marzo 2006 (cfr. punto 20).

stampa. Tale comunicato è contestualmente trasmesso alla CONSOB. Inoltre è previsto l'obbligo per gli emittenti quotati di istituire un registro¹⁷⁰, che deve essere regolarmente aggiornato, delle persone che lavorano per loro, indipendentemente dalla natura del rapporto, e che hanno accesso alle informazioni privilegiate. E' altresì regolato, a differenza di quanto avveniva in passato, l'*insider dealing*, ponendo in tal modo a carico di alcuni soggetti, ed in particolare gli esponenti aziendali di un emittente quotato, detentori di partecipazioni qualificate (pari almeno al 10% del capitale sociale), o società controllanti, l'obbligo di comunicare alla CONSOB e al pubblico le operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente, o altri strumenti finanziari ad essa collegati, se da tali soggetti effettuate, anche per interposta persona (nuovo art. 114, comma 7). Si legge altresì che "tale comunicazione deve essere effettuata anche dal coniuge non separato legalmente, dai figli, anche del coniuge, a carico, nonché dai genitori, i parenti e gli affini conviventi dei soggetti sopra indicati nonché negli altri casi individuati dalla CONSOB con regolamento". La predetta disposizione suscita, senza dubbio, alcune perplessità è, infatti, previsto un obbligo d'informazione a carico di alcuni soggetti relativamente a determinate operazioni a cui quest'ultimi sono normalmente terzi e che quindi potrebbero legittimamente ignorare. E' poi da domandarsi, in considerazione della molteplicità dei soggetti aventi tale obbligo d'informazione, se la comunicazione di una possa avere efficacia liberatoria per gli altri. Invero dalla lettura testuale della disposizione non pare che la comunicazione di uno dei soggetti obbligati possa avere effetto liberatorio per gli altri. Senza dimenticare che si tratta senza dubbio di un adempimento oneroso in quanto l'informazione deve essere diretta non solo all'autorità di vigilanza ma anche genericamente nei confronti del pubblico. In sintesi, la disposizione oggetto di analisi si caratterizza per il fatto di collegare un obbligo informativo ad un soggetto "qualificato" non tanto per il suo rapporto con la società a cui l'informativa si riferisce, ma per la relazione che lo stesso ha con la persona vigilata. Stante l'anomalia di tale disposizione sarebbe corretta una riconsiderazione della medesima, valutando l'opportunità di porre un simile obbligo di comunicazione a carico di soggetti "terzi". Come già accennato l'art. 114, co. 8, prevede altresì a carico dei "soggetti che producono o che diffondono ricerche o valutazioni, con esclusione delle società di *rating*" l'obbligo di presentare le informazioni riguardanti gli strumenti finanziari "in modo corretto", e di comunicare l'esistenza di ogni interesse, o conflitto d'interessi, relativo agli strumenti finanziari a cui l'informazione si

¹⁷⁰ L'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate era già previsto dal vecchio art. 114 del TUF, ma non era previsto l'obbligo di tenuta del registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate.

riferisce¹⁷¹. Occorre, infine, rilevare che in ambito europeo, ad ulteriore completamento della disciplina in materia di informazione societaria, è stata successivamente emanata la direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004), diretta ad armonizzare gli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni periodiche e continue su emittenti i cui valori mobiliari risultino ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La direttiva *Transparency* dalla cui menzione non può esimersi nell'ambito del presente lavoro, si fa dunque portatrice di esigenze di trasparenza minima per le informazioni che devono essere pubblicate dalle società quotate in borsa (ovvero bilanci annuali e semestrali, nonché tutte le informazioni necessarie ad assicurare la massima trasparenza sugli assetti societari). La direttiva in commento ha dunque migliorato la qualità e la quantità delle informazioni di cui dispongono gli investitori sui risultati e sulla generale situazione finanziaria delle società e del suo azionariato. Ciò si pone nell'alveo dell'ambizioso obiettivo perseguito dalla disciplina in materia di abusi di mercato e di quella ed essa collaterale di contribuire a garantire una maggiore protezione agli investitori e rafforzare la loro fiducia sulla affidabilità del mercato.

3. La disciplina del ritardo nelle comunicazioni e l'obbligo di commentare i rumors

L'art. 114, co 3, TUF attribuisce ai soggetti destinatari degli obblighi informativi, di ritardare, sotto la propria responsabilità, le comunicazioni al pubblico delle informazioni privilegiate. Si prevede che le ipotesi e le modalità del ritardo siano determinate dalla CONSOB con regolamento, purchè (i) non si determini un errore nel pubblico su fatti e circostanze essenziali e (ii) venga mantenuta la riservatezza sui fatti oggetto della ritardata comunicazione. La CONSOB, nel Regolamento Emittenti ha riprodotto testualmente le fattispecie derogatorie già contemplate nella Direttiva 2003/124/CE pertanto, attualmente, il ritardo nelle comunicazioni può avvenire nei seguenti casi: a) per le negoziazioni in corso, o gli elementi connessi, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale andamento e b) per le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo amministrativo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la

¹⁷¹ Con riferimento alle agenzie di *rating* la direttiva 2003/125/CE precisa che “le agenzie di *rating* del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i *rating* di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti d'interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro rating di credito si riferiscono”.

struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'approvazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico. L'elenco, come precisato anche nella Direttiva citata, non è da considerarsi tassativo, potendosi individuare ulteriori casi che legittimino il ritardo nella diffusione delle informazioni privilegiate. In tale prospettiva la CONSOB ha ritenuto necessario prevedere nell'art. 66-*bis*, co. 2, del Regolamento Emittenti una clausola generale al fine di fornire un criterio guida per l'individuazione di ulteriori situazioni in cui è possibile ritardare le comunicazioni. La predetta norma, infatti, individua circostanze avente un carattere generale che possono giustificare il ritardo, consistenti specificamente nel rischio che la comunicazione possa compromettere la realizzazione di una operazione da parte dell'emittente ovvero, per ragioni inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico. Dalla normativa oggetto di esame è facile dedurre che il ritardo nella comunicazione costituisce uno strumento avente carattere del tutto eccezionale. Deve inoltre mettersi in luce, che come specificato dall'Autorità di vigilanza, "si evidenzia che in relazione ai fatti aziendali esiste una delicata fase preparatoria, di durata non ben definita, in cui è necessario che l'informazione, in relazione alla quale non sussiste ancora l'obbligo di comunicazione al pubblico, sia oggetto di un regime di confidenzialità all'interno dell'organizzazione dell'impresa. Il mancato rispetto di tale regime comporta l'obbligo di pubblicazione non già per il venir meno delle condizioni del ritardo¹⁷² ma in via autonoma"¹⁷³, onde ripristinare la parità informativa del mercato ai sensi dell'art. 114, comma 4 del TUF". Passando alla descrizione delle modalità di attuazione della disciplina oggetto di esame, quest'ultime sono illustrate nell'art. 66-*bis*, co. 4, del Regolamento Emittenti. L'articolo menzionato prevede che i soggetti che vogliono avvalersi della normativa in materia di ritardo delle informazioni devono darne comunicazione alla CONSOB.

Si noti che rispetto alla disciplina previgente in cui era prevista l'autorizzazione preventiva della CONSOB per ritardare le informazioni al pubblico, ora tale assenso preventivo non risulta più necessario, tuttavia l'Autorità di vigilanza deve comunque avere conoscenza della volontà degli emittenti di ritardare le comunicazioni, affinché la stessa possa

¹⁷² Non ancora maturato, in quanto non è ancora sorto l'obbligo di *disclosure*.

¹⁷³ Così Comunicazione Consob ult. cit., punto 11. La precisazione conferma la possibilità che all'interno dell'emittente circolino informazioni privilegiate rilevanti ai fini della disciplina dell'*insider trading*, senza che tuttavia siano ancora sorti i relativi obblighi di comunicazione. Sul punto cfr. *infra*.

tempestivamente intraprendere le opportune misure di vigilanza, fatto comunque salvo la possibilità di richiedere agli emittenti di informare il pubblico degli eventi rispetto ai quali i medesimi avevano esercitato la facoltà di ritardare l'informazione.

In ultimo deve essere evidenziato che a seguito dell'attuazione della Direttiva *Market Abuse* è stato espressamente stabilito l'obbligo di commentare i *rumors*. In particolare tale previsione, volta a limitare gli effetti destabilizzanti sui prezzi derivanti dalla diffusione non regolamentata d'informazioni concernenti la situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, prevede che quest'ultimi siano tenuti ad emettere un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie, integrandone e correggendo ove necessario il contenuto. Tale obbligo d'informazioni riguarda, tuttavia, solo i *rumors* che abbiano la potenzialità di determinare una variazione del prezzo degli strumenti finanziari, in tal caso quindi la valutazione sull'effetto della notizia sui prezzi degli strumenti finanziari non è oggetto di *valutazione ex ante* ma *ex post*.

4. *Obblighi informativi e Regolamento Emittenti*

Sotto il profilo della normazione c.d. secondaria appare utile soffermarsi, brevemente sugli obblighi informativi individuati dalla CONSOB attraverso il Regolamento Emittenti. Rilevano anzitutto le comunicazioni concernenti operazioni straordinarie, si tratta di un'informazione di carattere episodico relativa ad alcune operazioni individuate dalla CONSOB con il regolamento *de quo* (artt. 70 e ss., del Regolamento Emittenti) e, segnatamente: fusioni e scissioni, acquisizioni e cessioni, altre modifiche dell'atto costitutivo, operazioni su azioni proprie, provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 c.c. Alla luce della particolare complessità delle suddette operazioni, la CONSOB ha voluto che le stesse siano rese pubbliche dagli emittenti¹⁷⁴. Accanto all'informazione episodica, vi sono obblighi d'informazione periodica che riguardano, essenzialmente, la pubblicazione del bilancio, della relazione semestrale e trimestrale sull'andamento della gestione. In ultimo il Regolamento Emittenti disciplina obblighi d'informazioni relativi ad talune ipotesi specifiche, ad esempio quelle concernenti l'esercizio dei diritti sociali (art. 84 del

¹⁷⁴ Scopo dell'informazione episodica è quello di fornire al pubblico degli investitori un quadro aggiornato ed esauriente, anche attraverso la diffusione di documenti appositamente redatti, delle operazioni straordinarie menzionate. E' bene precisare che gli obblighi informativi in esame interessano un piano diverso e concorrente rispetto alla disciplina dell'informazione continua, la cui portata applicativa resta ferma in ogni caso.

Regolamento Emittenti), la pubblicità dei verbali assembleari (art. 85) e le partecipazioni reciproche (art. 86). Infine occorre ricordare che, a seguito dell'attuazione della Direttiva *Market Abuse*, nel nostro ordinamento si è ampliato il novero degli obblighi di informazione specifica. In particolare si fa riferimento al dovere, previsto in capo a determinati soggetti (es. amministratori e alti dirigenti) aventi accesso "regolare" alle informazioni privilegiate di un emittente, di comunicare alla CONSOB e al pubblico le operazioni aventi ad oggetto le azioni di tale emittente o altri strumenti finanziari ad essi collegati.

5. Informazione privilegiata ai fini degli obblighi informativi vs informazione privilegiata ai fini dell'insider trading

Le direttive europee in materia d'*insider trading* così come la disciplina nazionale fanno riferimento ad un'unica nozione di informazione privilegiata, quest'ultima infatti vale come concetto unitario sia per la definizione del reato di *insider trading* sia sotto il profilo degli obblighi informativi. Appare quindi opportuno riflettere sul diverso atteggiarsi contenutistico di tale nozione, nonché dalla diversa rilevanza della stessa nei due ambiti normativi sopra menzionati. Una cosa, infatti, sono le regole di pubblicità funzionali alla trasparenza altre sono le ipotesi d'*insider trading*. E' evidente che le due normative (quella relativa alla *disclosure* e quella penale) sono destinate ad incrociarsi tra di loro, in quanto il procedimento di *disclosure* ha una significativa funzione preventiva rispetto al reato di *insider*, è certo infatti che una informativa continua costituisce lo strumento più adeguato per l'eliminazione, in via anticipata, del fenomeno dello sfruttamento di notizie privilegiate¹⁷⁵.

Una prima differenza tra i due ambiti sussiste già nel piano letterale, l'art. 114, comma 1 del TUF fa riferimento, infatti, alle informazioni che riguardano direttamente l'emittente, mentre tale restrizione non è presente per la nozione rilevante ai fini della disciplina *insider trading*. Nella medesima prospettiva si deve rilevare che ai fini dell'informativa al pubblico rilevano solo le *corporate information* e non anche la *market information*¹⁷⁶. Sotto il profilo sostanziale ad una nozione unitaria di informazione privilegiata non corrisponde una equivalenza funzionale delle informazioni nei due diversi assetti

¹⁷⁵ FANELLI, *Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processual-penalistici in materia*, in *RP*, 2002, 10.

¹⁷⁶ E' bene precisare, tuttavia, che in tal caso è opportuna un'interpretazione ampia della nozione di *corporate information* che comprenda non solo le notizie riguardanti l'attività dell'emittente ma anche quelle concernenti le modifiche del suo assetto proprietario.

normativi considerati. Si noti, infatti, che per integrare il reato d'informazioni privilegiate rilevano anche informazioni incomplete e/o incerte purché le stesse siano idonee ad influenzare sensibilmente i prezzi. Lo stesso criterio non è utilizzabile quando si fa riferimento alle informazioni privilegiate sotto il profilo degli obblighi informativi in quanto non solo per i destinatari di tali obblighi vi sarebbe un onere certamente eccessivo in quanto gli stessi dovrebbero diffondere una quantità esagerata di informazione, ma le stesse proprio perché incomplete e immature potrebbero anche essere fuorvianti, vanificando il principio di trasparenza che alla base della normativa in materia di comunicazioni. Una particolare problematica collegata alle comunicazioni aventi oggetto informazioni incomplete, si manifesta per le c.d. fattispecie a formazione progressiva, si pensi alle fusioni, acquisizioni ecc. Come è noto tale tipologia di operazioni sono costituite da una serie complessa di fasi successive e pertanto non si risolvono in un semplice atto istantaneo. In particolare le fasi che vengono in rilievo sono quelle che portano ad una progressiva definizione degli elementi su cui si forma l'accordo delle parti, si passa attraverso la fase delle trattative ed, infine, si giunge alla conclusione della operazione. Collocandosi nella fase delle trattative risulta di tutta evidenza individuare il momento in cui le informazioni si possano qualificare come "privilegiate" integrando così gli estremi del reato e quando invece tale caratteristica rilevi ai fini informativi con il conseguente obbligo di *disclosure*. Sia la dottrina che la CONSB hanno ritenuto che l'informazione assume rilievo per la realizzazione della fattispecie delittuosa in un momento antecedente rispetto a quello in cui le stesse acquisiscono quel grado di completezza che le rende comunicabile al pubblico. Per rendere chiaro quanto illustrato appare utile fornire un semplice esempio. Si supponga che la Società ALFA e la Società BETA avviino le trattative per concludere una importante operazione straordinaria, il reato di cui all'art. 184 si verificherà già nelle fasi delle trattative iniziali tra ALFA e BETA, tuttavia le trattative, proprio in quanto incomplete non saranno oggetto di comunicazione¹⁷⁷.

Appare infine utile, in ragione dell'unicità della nozione d'informazione privilegiata tanto nell'ambito della *disclosure*, quanto sotto il profilo della sanzione penale, formulare alcune considerazioni relativamente ai riflessi di tale unitario concetto sui profili di tutela perseguiti dal legislatore con il reato di *insider trading*. Secondo una parte della dottrina, a cui si ritiene di aderire, proprio la disciplina della *disclosure* dimostrerebbe come il legislatore non abbia voluto tutelare con il reato di *insider trading* la trasparenza come valore a sé, dal momento che il legislatore non ha voluto vietare la diffusione di

¹⁷⁷ CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. Soc.*, 2006, 338 e ss.

qualsivoglia notizia bensì solo lo sfruttamento di quelle notizie che devono essere rese pubbliche attraverso il procedimento illustrato dall'art. 114 TUF¹⁷⁸. Pertanto il reato di *insider trading* ha come oggetto solo alcune notizie privilegiate, in sintesi ciò che rileva per il reato in esame è la superiorità informativa riguardo ai fatti di cui all'art. 114 TUF. Se ne deduce *a contrario* che la superiorità informativa che attenga ad altre notizie che non siano fatti come, a titolo esemplificativo, studi statistici o ricerche di mercato, restano fuori dalla sfera di rilevanza penale. In conclusione, la nuova normativa sottolinea, con particolare efficacia, come il disvalore della fattispecie di *insider trading* si fondi non già sul possesso di una conoscenza superiore agli altri (non è, infatti, in gioco la parità di accesso) ma sul fatto che tale superiorità si regga su un abuso, con la conseguenza, quindi, di lasciare fuori dall'area penale le condotte che fondano tale superiorità sulla capacità di elaborazione e di analisi. In tale prospettiva è pertanto fondamentale distinguere tra trasparenza e superiorità informativa. In base al principio di trasparenza, infatti, devono essere pubblicate le suddette ricerche e i predetti dati, in quanto si tratta di informazione che devono poter essere rese disponibili a tutti (ed, infatti, l'art. 114 TUF regola le modalità della loro diffusione) tuttavia il loro utilizzo, prima della pubblicazione non integra gli estremi della fattispecie di *insider trading*.

In tal modo appare chiara la distinzione tra *insider* (penalmente rilevante) e soggetto intraprendente (irrilevante penalmente), non sarebbe, infatti, corretto equiparare, ad esempio, colui il quale, sulla base di complesse indagini e valutazioni decide di investire su una società, da chi sapendo, non in forza di abilità personali ma in funzione della posizione ricoperta in società, di una OPA imminente acquista poco prima dell'annuncio i titoli della società destinataria dell'offerta per rivenderli subito dopo. La distinzione predetta è fondamentale in quanto deve risultare evidente che ciò che deve essere oggetto di repressione è solo l'utilizzo abusivo, mentre l'intraprendenza dei soggetti appare più come condotta che orbita nel dinamismo del mercato. La normativa, infatti, ha scelto esclusivamente di punire abusi funzionali mantenendo invece fuori dalla sfera di rilevanza penale tutte le altre condotte che, se pur fondate su una superiorità informativa sono in realtà basate sulla specifiche capacità e abilità dell'intermediario.

¹⁷⁸ BARTULLI- ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, 671, *conf.* BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società*, op.,cit. 323.

CAPITOLO IV

PARAGRAFO I

L'INSIDER TRADING E LE CONDOTTE AD ESSO CONNESSE

1. Premessa: il bene giuridico tutelato dalla disciplina in materia di abusi di mercato

La comprensione del bene giuridico che il legislatore nazionale ha voluto tutelare mediante le disposizioni in materia di abusi di mercato risulta particolarmente importante, non solo per la tendenza degli studiosi del diritto penale di utilizzare il bene giuridico tutelato come chiave interpretativa della fattispecie penale ma soprattutto in quanto il bene giuridico costituisce il canone di riferimento del legislatore, nel senso che ne condiziona le mosse e le scelte nel momento della individuazione, della selezione delle condotte meritevoli di essere assoggettate a sanzione criminale. La nozione di bene giuridico ha, infatti, l'importante funzione di limitare e definire la sfera d'intervento del diritto penale, costituendo una guida sicura e irrinunciabile per il legislatore. Ciò a patto però di individuare anzitutto il bene giuridico in modo concreto evitando la fuga verso beni evanescenti e in secondo luogo che siano chiaramente individuati gli interessi preesistenti che il legislatore ha inteso tutelare con la normativa adottata, in quanto questi costituiscono i confini dell'incriminazione e sono perciò idonei a fissare un vincolo negativo alle scelte di politica criminale. In tale prospettiva è di assoluta importanza comprendere la differenza tra gli interessi tutelati, che costituiscono la *ratio punendi* perseguita dall'ordinamento, su cui ci si è ampiamente soffermati nel capitolo I del presente lavoro, dal bene giuridico inteso come entità su cui cade l'offesa¹⁷⁹.

La concretezza del bene giuridico è tuttavia destinata a svanire quando si prevedono categorie di reati posti a protezione d'interessi super-individuali o collettivi, talmente vaghi da determinare una divaricazione tra bene giuridico e oggetto della condotta vietata. Si verifica in tal modo la smaterializzazione del bene giuridico protetto e si finisce per attribuire sia al legislatore che al giudice una forte discrezionalità nel determinare le fattispecie punibile, finendo per accordare al diritto penale una funzione promozionale

¹⁷⁹ In questo senso ZANNOTTI, *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997, 118 ss.

anziché repressiva. Questo in quanto la teoria del bene giuridico tutelato, intesa in senso classico, si attaglia perfettamente alle condotte lesive di interessi individuali ma trova la sua crisi più forte proprio nel settore del diritto penale economico. In tale ambito non è mai l'interesse del singolo ad essere colpito in modo diretto. Per quanto riguarda l'interesse protetto, inteso come la *ratio punendi*, per la teoria classica quest'ultimo deve essere preesistente alla fattispecie penale, ciò in modo che la fattispecie penale si limiti a tutelare un bene già preesistente senza crearlo. Sempre secondo la medesima teoria proprio il requisito della preesistente faceva sì che la Carta costituzionale fosse l'unico serbatoio di beni meritevoli di tutela penale, successivamente attraverso la valvola dell'art. 2 cost. si è arrivati ad affermare la potenzialità per il diritto penale di tutelare anche beni non incompatibili con il testo costituzionale, mettendo così in forte crisi la natura preesistente del bene protetto¹⁸⁰. La Carta costituzionale avrebbe, sotto il profilo dell'individuazione del bene giuridico tutelato, natura flessibile potendo essere ricondotta nella stessa valori diversi, propri di epoche differenti. Tutto ciò premesso si può pacificamente affermare, seguendo la dottrina maggioritaria che il bene giuridico tutelato dalla legislazione sugli abusi di mercato è sicuramente il mercato stesso, ciò in quanto il mercato svolge una funzione essenziale nel nostro sistema in quanto lo stesso è il luogo il cui il risparmiatore si fa investitore e ove le imprese si approvvigionano di mezzi finanziari. In definitiva ciò che s'intende evitare con la legislazione in commento è lo scambio ineguale. In tale prospettiva risulta estremamente coerente la repressione dell'*insider trading*, come più volte ricordato, esso consiste semplicemente nella situazione in cui un soggetto, in possesso anticipato di una informazione privilegiata conclude una operazione con una controparte che non è a conoscenza della medesima informazione. In primo acchito si potrebbe affermare che l'ordinamento non ha alcun interesse a tutelare il soggetto meno informato e, anzi, sotto un profilo di una logica darwiniana, sarebbe forse più corretto premiare l'operatore più bravo, in grado di acquisire più informazioni non importa come, ed è questa in estrema sintesi la tesi condivisa dagli studiosi dell'irrilevanza dell'*insider trading*.

Ma se il mercato è il luogo in cui ogni risparmiatore diviene investitore è allora opportuno che quel luogo venga reso accessibile e sicuro per tutti coloro che desiderano entrarvi¹⁸¹.

¹⁸⁰ Tra i numerosi Autori che hanno alimentato il dibattito dottrinale si ritiene di citare MANTOVANI, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, 1988, 208, secondo il quale "perché il bene giuridico possa assolvere alla sua funzione critico - garantista è necessario che esso si identifichi con valori né semplicemente creati dal legislatore né soltanto pregiuridici, ma ad un tempo ontologicamente preesistenti alla norma penale e vincolanti per il legislatore penale [...] tali sono i "beni costituzionalmente significativi", o al più non incompatibili con la Costituzione, ai quali va pertanto circoscritta l'oggettività giuridica dei reati".

¹⁸¹ SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI - ALESSANDRI - FOFANI - SEMINARA-SPAGNOLO *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, 622; IZZO, *Diritto comunitario e prospettive di riforma del delitto di abuso di informazioni privilegiate*, in *Impresa* c. i. 5/2005, 759.

Come “nessuno si siederebbe ad un tavolo sapendo che un giocatore ha le carte truccate (e questa è l’ipotesi dell’agiotaggio e della manipolazione del mercato) nello stesso modo nessuno avrebbe interesse a sedersi al medesimo tavolo, sapendo che uno dei giocatori conosce le carte in anticipo”¹⁸².

2. *Il bene giuridico tutelato nel reato d’insider trading*

La dottrina si è spesso trovata in difficoltà, per non dire in imbarazzo nella definire con precisione il bene giuridico tutelato nella fattispecie sanzionatoria di abuso di informazioni privilegiate. Secondo una prima impostazione le misure volte a contrastare sotto il profilo penale l’*insider trading* troverebbero un referente nell’art. 47 cost., nell’ambito della tutela del risparmio, si giustificerebbe la tutela della correttezza e della trasparenza del mercato, considerati, come specificato, i beni tutelati dalla normativa in materia di abusi di mercato e quindi anche dalle norme sull’abuso di informazioni privilegiate. Tale tesi ha suscitato qualche perplessità non tanto e non solo perché dai lavori preparatori dell’art. 47 Cost emerge che la nozione di risparmio venne intesa in senso restrittivo, obiezione che potrebbe quantunque essere agevolmente superabile facendo una interpretazione evolutiva che tenga conto delle molteplici forme di risparmio che si sono affermate nel tempo, ma soprattutto in quanto la tutela di cui all’art. 47 cost. riguarda il mercato non gli attribuiti che lo stesso dovrebbe avere, ossia la correttezza, la trasparenza e l’integrità¹⁸³.

In realtà la presente problematica deriva dalla difficoltà di applicare *tout court* la teoria del bene giuridico a reati che perseguono la tutela d’interessi super-individuali, su cui grava ontologicamente un forte rischio di spiritualizzazione del bene giuridico tutelato¹⁸⁴. La scelta dell’ordinamento nel reprimere gli abusi d’informazioni privilegiate, tutelando la correttezza e trasparenza del mercato tradisce le scelte eticizzanti del legislatore¹⁸⁵.

Si può sicuramente cercare una giustificazione, una ratifica per la tutela di questi beni nell’art. 47 cost, ma non si può dimenticare che i beni della trasparenza e della correttezza

¹⁸² SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, op., cit.

¹⁸³ Per quanto attiene al bene intermedio della trasparenza, cfr. Musco, *I reati di insider trading*, in *Riv. pen. econ.*, 1993, 377. Diffusamente, ZANOTTI, *La tutela penale del mercato finanziario*, op., cit. 121 ss.

¹⁸⁴ Così SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit. 297 ss. Secondo l’Autore, non si possono ricavare dalla Costituzione direttive precise e vincolanti per il legislatore del diritto penale dell’economia, in cui non sono direttamente coinvolti i valori individuali fondamentali (vita, integrità personale, libertà, e via dicendo). Ma tramite la Carta costituzionale si possono comunque ricostruire dei vincoli che il legislatore deve tener presente nell’attuare le sue scelte di politica criminale, e si tratta dei concetti di meritevolezza e di bisogno di pena, fondati sulla pericolosità e sulla dannosità delle condotte, anche se non immediatamente percepite dalla collettività. In base a tali filtri, la critica in parola giunge a legittimare la regolazione penale dell’*insider trading*.

¹⁸⁵ In questo senso FLICK, *Insider trading: una tappa significativa*, op., cit. 979, DONINI, *Il volto attuale dell’illecito penale*, Milano, 2004, 21.

del mercato hanno fatto ingresso nel paniere degli interessi da tutelare solo quando il mercato finanziario ha assunto dimensioni tali che gli operatori hanno avvertito il bisogno di regole e garanzie, soprattutto perché i progressi tecnologici hanno amplificato la possibilità di commettere illeciti, sempre più difficili da scoprire.

La necessità di tutelare la correttezza del mercato, prima ancora che dai legislatori nazionali, è stato avvertito a livello europeo perché da questo dipende l'integrità del mercato e dei servizi finanziari, integrità che risulta funzionale alla crescita occupazionale ed economica. Uno degli ostacoli che si frappone alla piena e trasparente realizzazione del mercato finanziario è sicuramente la condotta di abuso d'informazioni privilegiate. Il processo lento ma continuo d'integrazione europea ha, fin dal 1989, iniziato il processo di penalizzazione dell'*insider trading* originando le preoccupazioni dei legislatori nazionali sulla tutela della concorrenza interna.

E' indubbio che la tutela della correttezza e dell'efficienza allocativa del mercato sia di diretta aspirazione europea, a questo assunto non pare possibile ribattere con valutazioni di tipo storico, come ad esempio che la prima incriminazione in tale materia è avvenuta ad opera degli Stati Uniti, in quanto in tale Stato è diverso il bene giuridico tutelato che più che il mercato, in un ottica di ugualitarismo per gli investitori, era direttamente il diritto di proprietà della notizia riservata, solo in via mediata si perseguiva, quindi, la tutela della trasparenza del mercato¹⁸⁶.

3. La nozione d'informazione privilegiata e la natura di reato di pericolo dell'*insider trading*

Prima di soffermarsi approfonditamente sugli elementi del reato di *insider trading* risulta

¹⁸⁶ Anche se qualcuno ritiene che si possano individuare precedenti giurisprudenziali ancor più datati, il reato d'*insider trading* viene introdotto come reazione alla crisi di *Wall Street* del 1929, anche se tuttora manca una norma specifica definitoria. Il *Securities Act* - norma regolamentare - è del 1933, il *Securities Exchange Act* risale all'anno successivo, mentre la ormai famosa Rule 10b-5 è del 1942: essa attua il disposto della *Section 10b* del *Securities Exchange Act* e vieta in via generale di porre in essere comportamenti fraudolenti o ingannevoli in connessione con l'acquisto o la vendita di titoli. Successivamente è stata la giurisprudenza delle Corti a sviluppare il concetto dell'illecito. Inizialmente, l'interesse protetto era l'equità, derivante dalla regola cosiddetta *disclose or abstain*. Nel 1980 la giurisprudenza abbandonò il principio di parità di accesso al mercato, sostenendo che i possessori di notizie riservate dovessero osservare la *disclose or abstain rule* solo in caso fossero titolari di un dovere di *disclosure*, tutelando così una sorta di *fiduciary duty*. Dalla metà degli anni '80 in poi, grazie alle elaborazioni della SEC, si affermò la cosiddetta *misappropriation theory*, che, interpretata sempre più estensivamente, riferiva il dovere fiduciario violato non solo all'emittente, ma in generale alla fonte dell'informazione. Si deve ribadire come il bene protetto, nei reati di *insider trading* statunitensi, sia molto distante da quello tutelato nella tipica penalizzazione di stampo europeo riguardo a fattispecie similari (anche se non sovrapponibili: negli USA la categoria dei soggetti attivi è più ristretta, mentre la nozione di *inside information* è più ampia). Presumibilmente ciò dipende da una concezione più liberistica del mercato, in cui comunque l'intervento pubblico è concepito in modo diverso, anche se certamente non meno rigoroso.

di tutta necessità affrontare in via preliminare la nozione di informazione privilegiata. Proprio tale nozione costituisce, da una parte il presupposto delle condotte nonché l'oggetto materiale delle medesime, dall'altra è sempre la medesima nozione di informazione privilegiata a qualificare con certezza tutti i reati previsti dall'art. 184 TUF come reati di pericolo¹⁸⁷. Si tratta, infatti, di condotte per il cui perfezionarsi non è necessario il verificarsi dell'offesa al bene protetto, bastando la semplice messa in pericolo dello stesso. Si ricordi che, come più volte messo in evidenza le condotte sanzionate sono di per sé condotte neutre per l'ordinamento, per il quale sono oggetto di repressione solo in quanto l'autore di esse si trovi in una posizione di vantaggio che gli assicuri appunto il possesso di quella informazione privilegiata. La definizione d'informazione privilegiata si rintraccia, facilmente, nell'art. 181 TUF, il quale si cura anche di indicarne i requisiti. Secondo l'articolo menzionato l'informazione per essere privilegiata deve essere precisa, non ancora pubblicizzata attinentemente o indirettamente a emittenti o a strumenti finanziari ed idonea ad incidere sul valore dello scambio del titolo (*price sensitive*).

In conformità, poi, con quanto previsto dalla direttiva 2003/124/CE (art.1), recante le modalità esecutive della direttiva *Market Abuse*, l'art. 181, co. 3, detta alcune linee guida per stabilire quando un'informazione possa ritenersi "di carattere preciso"¹⁸⁸. La definizione ricordata invero non ha altro che carattere ricognitivo delle opinioni dottrinali sul carattere preciso della notizia, ciò al fine di escludere dall'ambito di applicazione della norma incriminatrice, informazioni di carattere non preciso, come ad esempio i *rumors*, o informazioni di carattere indeterminato, come quelle che fanno riferimento al mercato in generale, che siano note e potenzialmente conoscibili da chiunque¹⁸⁹. A tali considerazioni la dottrina era giunta sulla base della semplice constatazione per cui oggetto dell'incriminazione non è la semplice intraprendenza-speculativa che ben può derivare da una superiore capacità di analisi del soggetto, ma lo sfruttamento di un reale vantaggio conoscitivo dell'agente rispetto alla generalità degli investitori, purché si tratti ben inteso

¹⁸⁷ Nel nuovo art 184 TUF.: "chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate [...]: acquista [...] utilizzando le informazioni medesime [...] comunica tali informazioni [...]; raccomanda o induce altri sulla base di esse". Per un dettagliato commento sullo specifico tema si rinvia a SFAMENI, *Nozione e vicende dell'«informazione privilegiata»*, in *Atti del Convegno Paradigma sul Market abuse. La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate edella manipolazione del mercato*, Milano, 14 - 15 dicembre 2005.

¹⁸⁸ L'informazione deve essere attinente "ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà" o comunque "sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto [...] sui prezzi degli strumenti finanziari". Per completezza, la materia in trattazione è stata dettagliatamente disciplinata dalle norme di cui agli artt. 69 ss. del Regolamento Mercati CONSOB come modificato con Delibera CONSOB n. 15232 del 29 novembre 2005.

¹⁸⁹ Per le elaborazioni della dottrina in merito, *cfr.* ZANOTTI, *L'insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale. Fattispecie indefinita, pene irrazionali, eccesso di delega*, in *Dir. e Giust.*, 28/2003, 74 ss. Recenti ulteriori commenti si leggono in SEVERINO DI BENEDETTO, *Abuso di informazione privilegiata*, cit., 30 ss. e SFAMENI, *Nozione e vicende dell'«informazione privilegiata»*, op., cit. 43 ss.

di una notizia la cui semplice pubblicazione è in grado – in via potenziale – di influenzare il valore degli strumenti finanziari. Positivizzando le opinioni dottrinali in merito alla qualificazione dell'informazione privilegiata, è stato importato anche un certo margine d'incertezza, in particolare con i riferimenti di diretta derivazione anglosassone ai caratteri di “ragionevolezza” sia della previsione (che l'evento o le circostanze si verificheranno) che deve avere dell'investitore. E così se, per quanto attiene al requisito della precisione, il riferimento ad un fatto storico non pone particolari problemi, perché elimina alla base elementi di valutazione soggettiva, non vi è dubbio che potrebbero verificarsene in merito alla previsione di eventi “ragionevolmente” destinati ad accadere. Anche in quest'ultimo caso, tuttavia, il giudizio non può che poggiare su dati di fatto oggettivi, empiricamente osservabili e misurabili, sui quali si deve fondare il dato previsionale, rimanendo esclusi dati soggettivi meramente congetturali.

La *price sensitivity* rappresenta poi un filtro determinate affinché l'informazione assuma rilievo sotto il profilo penale, ciò in quanto attraverso l'avverbio “presumibilmente” viene selezionata la rilevanza non solo dell'informazione ma anche della condotta, infatti la notizia deve rivestire un ruolo “presumibilmente” determinate nel processo motivazionale dell'investitore. In definitiva, per la sussistenza della condotta oggetto di repressione penale basta che la notizia abbia rappresentato anche una sola degli elementi che hanno spinto gli operatori del mercato all'investimento. E' tuttavia al momento di applicazione della disposizione non pochi problemi potrebbero rappresentarsi al giudicante – tradendo così la disposizione carenze sotto il profilo del principio di tassatività – su quale possa essere il modello dell'investitore ragionevole a cui fare riferimento. Con maggiore sforzo esplicativo, dal momento che la ragionevolezza va parametrata in base ad un valutazione di tipo oggettivo, non è possibile dimenticare che non tutti gli investitori ne sono dotati nella stessa misura: così l'investitore privato sarà più sensibile ai *rumors* ed è portato a ritenersi ragionevole pur avendo a disposizione mezzi limitati per acquisire notizie, diversamente un investitore istituzionale, dotato di strumenti e metodologie più avanzate rispetto al comune privato.

Ad un esame della disposizione pare comunque preferibile, dal momento che l'informazione è circoscritta ai canoni di precisione e specificità tali da far propendere per una ragionevolezza consapevole e controllata, riferire il giudizio prospettico ad un soggetto avente carattere istituzionale¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Milita in questo senso anche la direttiva 2003/124, che fornisce una serie di specificazioni sul carattere univoco e preciso dell'informazione. Già dal Considerando 1 si può immaginare quale sia la concezione-tipo dell'“investitore ragionevole”, che basa le proprie decisioni di investimento su informazioni disponibili *ex ante*, di cui egli “terrà verosimilmente” conto in relazione all'impatto previsto dell'informazione alla luce

Deve, infine, ricordarsi che ai fini della sussistenza del reato rilevano tanto le *corporate o inside informations* concernenti i fatti generati o che provengono dagli emittenti, come ad esempio i contratti di particolare rilievo, sia le *market o second category informations*, riferibili più genericamente a fatti idonei ad influire sul prezzo di mercato degli strumenti finanziari. L'informazione privilegiata potrebbe, anche, riguardare strumenti finanziari emessi da una società terza, in quanto il soggetto agente potrebbe sfruttare informazioni acquisite per esempio nell'ambito di un rapporto di consulenza. Ciò che invece cade sicuramente fuori dell'ambito di applicazione della norma sono invece quelle condotte del soggetto che non possono in alcun modo essere considerate abusive, dal momento che sono espressione della sua particolare abilità, per tale ordine di ragione non possono considerarsi come informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni elaborate da "dati di dominio pubblico".

Dopo avere ricordato la nozione e le problematiche connesse alla nozione d'informazione privilegiata, è opportuno trattare di una tematica ad essa strettamente collegata ovvero la natura di reato di pericolo del reato di *insider trading*.

La problematica è stata più volte evidenziata nel corso del presente lavoro senza tuttavia soffermarsi sulle ripercussioni della nozione d'informazione privilegiata sulla natura di reato di pericolo della fattispecie in esame.

In primo luogo rileva il carattere presumibile che la notizia deve avere per l'investitore e per i suoi processi motivazionali, ciò avviene attraverso il carattere della precisione richiesto per la rilevanza penale della condotta. In particolare si ricorda che, un'informazione ha carattere preciso se "è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari"¹⁹¹.

Ciò porterebbe a ritenere che il reato d'*insider trading* debba essere riportato nell'alveo dei reati di pericolo astratto, dal momento che se è pur la norma si affretta a precisare l'informazione deve avere una influenza sensibile sui prezzi, è anche vero che il mancato verificarsi di detta influenza sul prezzo non renderebbe la condotta immune da sanzione penale¹⁹². Questo proprio perché si è in presenza di un reato di pericolo astratto, per cui l'autorità giudiziaria deve verificare se il pericolo sussiste in conseguenza di un

dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte dell'informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato" *Contra*, SEVERINO DI BENEDETTO, *Abuso di informazione privilegiata*, op., cit. 8 ss. che pare propendere per l'investitore comune, pur sottolineando i pericolosi margini di incertezza introdotti dal legislatore.

¹⁹¹ Oltre che si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà.

¹⁹² SEMINARA, *L'aggiotaggio*, op., cit. 5557-558, nota 30.

accertamento astratto, sul piano dell'attitudine tipica della condotta alla luce di regole di esperienza o se si preferisce "è il legislatore che seleziona, sulla base delle regole di esperienza, forme comportamentali tipicamente pericolose per un bene giuridico"¹⁹³. Tuttavia, ancorché la fattispecie sia considerata come di pericolo astratto, il giudice non potrà comunque esimersi dal valutare se in concreto la condotta posta in essere dall'agente ha leso o messo in pericolo il bene tutelato, è chiaro che rimarrà fuori dalla applicazione della norma la notizia avente ad oggetto un complesso di circostanze inesistenti, di cui si afferma falsamente l'attualità.

Trattandosi di reati c.d. artificiali o tecnici la difficoltà di accertamento da parte del giudicante si fanno notevolmente più difficili in proporzione all'elevato grado di tecnicità dei reati siffatti. Si pensi alle condotte di *tipping* e *tuyautage*, sicuramente non hanno in sé come elemento costitutivo l'utilizzo dell'informazione o del consiglio da parte del soggetto ricevente, ma ciò non toglie che anche rispetto ad esso il giudice dovrà valutare che l'informazione sia almeno dotata della potenziale influenza sensibile sui prezzi, per riconoscere la colpevolezza dell'agente.

Per quanto riguarda il tentativo, non appare questa la sede per affrontare una delle tematiche più spinose per il diritto penale, ovvero la configurabilità del tentativo nei reati di pericolo, quello che pare opportuno in questa sede ricordare è solo che la più autorevole dottrina ritiene che la verificabilità del tentativo nei reati di pericolo vada accertato volta per volta. Relativamente al reato di *insider trading*, la dottrina ammette pacificamente il tentativo, sebbene il legislatore italiano abbia omissso l'inciso contenuto nell'art. 2, par. 1, co. 1, della Direttiva n. 6 "o cercando di acquistare o cedere". Tra i casi di tentativo vi sarebbe per esempio quello dell'ordine di effettuazione di un'operazione a cui segua, prima del suo compimento la comunicazione al pubblico delle informazione privilegiata che quindi cesserebbe di essere tale¹⁹⁴.

¹⁹³ Si ricorda che sono reati di pericolo astratto quei reati nei quali il legislatore, sulla base delle leggi di esperienza, ha presunto che una classe di comportamenti è, nella generalità dei casi, fonte di pericolo per uno o più interessi tutelati. Con la conseguenza che la sussistenza di un pericolo nel caso concreto non deve essere accertata dal giudice, il quale deve univocamente accertare il verificarsi di quel comportamento che il legislatore ha ritenuto pericoloso (MARINUCCI-DOLCINI, *Manuale di diritto penale - parte generale*, 2004, 128-129). Sono invece reati di pericolo concreto quelli in cui il giudice deve accertare se nel singolo caso concreto l'interesse penalmente tutelato ha corso un pericolo effettivo (CRESPI, *Aggiotaggio*, op., cit.704). Per una diversa ricostruzione si veda De LACERDA DA COSTA PINTO, op., cit. l'autore rispetto alla normativa portoghese prevede delitti di pericolo astratto (*tipping*) di pericolo astratto-concreto (*tuyau* e ordini di *trading*) e considera "delitto di danno la fattispecie delittuosa in cui avviene un atto di negoziazione che si traduce in un effettivo acquisto, vendita o scambio"; ciò proprio in ragione del fatto che egli ritiene che si tratti di "delitti contro il mercato come delitti contro l'economia": con l'abuso di informazioni si pone in pericolo o si lede il presupposto per il funzionamento di un mercato efficiente: la funzione pubblica dell'informazione, in quanto criterio di distribuzione del rischio negoziale.

¹⁹⁴ In argomento già MUCCIARELLI, *L'insider trading*, op., cit. 952, più dubitativo PAVAN, op., cit. 622.

4. I reati d'*insider trading* e di manipolazione del mercato come reati tecnici

Una volta individuato il bene giuridico tutelato dal reato d'*insider trading*, occorre muoversi sul piano della qualificazione contenutistica della fattispecie, specificando che sotto tale profilo, quanto detto si applica anche al reato di manipolazione del mercato. L'ordinamento penale si presenta come un sistema ricco di disposizioni incriminatrici la cui ricostruzione ermeneutica non può prescindere dal rapporto tra legge penale e legge extrapenale, specie nelle fattispecie esaminate che includono numerosi richiami a leggi di copertura economiche. Nello specifico, è possibile che il legislatore, nel pieno rispetto del principio di riserva di legge, intenda utilizzare nella descrizione dell'illecito una tecnica di normazione sintetica facendo riferimento a concetti già enucleati in un'altra norma giuridica appartenente ad un diverso sistema. Si tratta di una tecnica c.d. per *relationem* che si contrappone a quella analitica, che renderebbe meno agevole per il destinatario la comprensione della norma. In particolare nei reati tecnici il legislatore realizza una frattura tra norma e realtà, la norma non si limita più a inglobare nella stessa una parte della realtà a cui il legislatore riconduce un certo disvalore ma si incriminano fattispecie per la qualificazione che viene loro conferita dall'ordinamento giuridico di riferimento, nel momento in cui esse vengono ritenute dallo stesso rilevanti. Nello specifico, l'ordinamento penale non contempla al suo interno solo reati naturali il cui disvalore è percepibile all'intera collettività perché risponde al comune sentire, ma anche reati artificiali o di pura creazione legislativa. In tali fattispecie l'incriminazione risponde esclusivamente a scelte di matrice politica.

Pertanto in via esemplificativa si può affermare che nella nozione di reati tecnici rientrano quelle fattispecie in cui il fatto tipico è principalmente ricostruito sulla base di concetti specialistici.

Data tale definizione si comprende come i reati d'*insider trading* e di manipolazione del mercato rientrano a pieno titolo nella categoria dei reati tecnici, in quanto la sanzione prevista rientra in una precisa scelta legislativa. Volendo svolgere qualche considerazione generale si può affermare che la prima problematica connessa a tale tipologia di reati è sicuramente correlata all'attività interpretativa dell'operatore del diritto, *in primis* dell'autorità giudiziaria. Quando vi è un rinvio a concetti tecnici, infatti, l'interpretazione si basa su una legge di copertura della realtà avente carattere non universale ma relativa, ne consegue che l'interpretazione, basata sulla logica deduttiva, non potrà che essere approssimativa. In particolare l'approssimazione sarà data non solo dal carattere relativo della legge di copertura ma anche dal necessario adattamento dell'interprete del concetto

richiamato all'interno della norma incriminatrice¹⁹⁵. Sotto il profilo classificatorio, i reati in materia di abusi di mercato si caratterizzano per la loro riconduzione ai reati c.d. tecnici puri, con tale termine si intende riferirsi ai reati in cui la qualificazione esterna di un elemento del reato assume un ruolo pregnante nell'incriminazione delle condotte, in quanto si tratta di condotte che prive di tale connotazione normative risulterebbero non solo penalmente irrilevanti ma anche per certi versi sfuggenti. Dai reati tecnici puri la dottrina distingue quelli con elementi naturalistici ovvero reati in cui la condotta e la modificazione della realtà sono apprezzabili nel mondo fenomenico ma diventano offensivi solo attraverso il richiamo operato nell'elemento normativo della fattispecie.

Sotto il profilo soggettivo, poi, i reati tecnici rientrano solitamente nella categoria delle fattispecie dolose, pur non mancando, in posizione più defilata le fattispecie colpose, in presenza di regole cautelari di tipo specialistico. Proprio sotto il profilo dell'elemento soggettivo non si può nascondere che in presenza di questi categoria di reati vengono immediatamente in rilievo dubbi interpretativi relativi alla rappresentazione e alla volontà dell'elemento normativo della fattispecie nonché il problema della coscienza dell'illiceità del fatto, connessa a sua volta alla rilevanza dell'errore.

5. Il reato d'insider trading alla prova del principio di determinatezza

Il co. 2 dell'art. 9 della l. 62/2005 introduce nella Parte V del TUF il nuovo titolo I-bis denominato “*abuso d'informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*” il quale consta di ventuno articoli, dal 180 all'art. 187-*quaterdecies*. Analogamente alla normativa comunitaria anche quella nazionale si apre, quindi, con una serie di definizioni. Il profilo definitorio è particolarmente importante dal momento che la disciplina sugli abusi di mercato trova il proprio terreno di elezione nel diritto penale. Non può nascondersi che il principio di determinatezza della fattispecie penale stride con la dinamicità e la mutevolezza delle pratiche che s'intendono combattere. Questo spiega perché in passato,

¹⁹⁵ Come è noto relativamente al rapporto tra legge penale e norma extra-penale sono presenti in dottrina tre diversi orientamenti. Per la concezione sanzionatoria la norma penale ha la funzione di punire la violazione di precetti costruiti altrove vi è dunque una perfetta coincidenza tra l'interpretazione penalistica dell'elemento normativo e la disciplina privatistica/pubblicistica della figura o istituto richiamato. Alla teoria sanzionatoria si contrappone quella atomistica secondo cui quando l'ordinamento penale richiama le categorie di altri ordinamenti lo fa prevalentemente per ragioni di comodo e di sintesi. In definitiva il richiamo alla norma extra-penale non ha valenza recettizia ma lascia all'interprete sconfinati spazi di interpretazione di modo che la disciplina giuridica deve, secondo tale tesi essere ricostruita autonomamente. Vi è, infine, una teoria intermedia secondo cui il richiamo all'ordinamento extra-penale non può essere trascurato, ma rappresenta il punto d'inizio dell'esegesi normativa, di modo che sono inammissibili risultati interpretativi in contrasto con il significato del concetto dell'ordinamento di appartenenza. Per un approfondimento delle teorie esposte si rinvia a BELLOMO, *Nuovo Sistema del Diritto Penale*, op. cit. 1, cap. V, sez., I, par. 3.1.

analogamente a quanto avveniva nella legislazione statunitense¹⁹⁶, si era preferito optare per un modello aperto di condotte vietate, seppure ciò non impediva l'individuazione degli elementi costitutivi della fattispecie criminosa metteva, tuttavia, a serio rischio i principi di tassatività, determinatezza e precisione propri del sistema penale. Proprio il profilo della determinatezza della fattispecie, con particolare riguardo all'*insider trading*, ha costituito terreno fertile per l'intervento del Giudice delle Leggi, la Corte Costituzionale è infatti intervenuta per scrutinare sia il profilo della genericità ed indeterminatezza del parametro di *price sensitivity* sia l'eccesso di delega legislativa per ciò che concerne le pene comminate. La Corte ha dichiarato costituzionalmente legittime le norme, rispettivamente per entrambi i profili.

Con riferimento alla *price sensitivity*, la Consulta ha evidenziato come il suo intervento si sarebbe risolto in una operazione di riempimento della norma, con conseguente violazione del principio di riserva di legge e d'altro canto si è fatto anche presente che, stante la revisione della normativa nazionale conseguente alle Direttive del 2003 ed, in particolare, lo stesso contenuto della Direttiva n. 124, "la modificazione della disposizione censurata è già di fatto prevista con modalità atte a puntualizzare ulteriormente la definizione non solo della direttiva di primo livello, ma anche della normativa nazionale di attuazione"¹⁹⁷.

Per quanto riguarda i rapporti tra le legislazioni succedutesi nel tempo in materia di abusi di mercato la Corte Costituzionale ha da sempre sostenuto il principio di continuità normativa¹⁹⁸ sulla base del tipo di illecito ed in particolare in quanto rispetto all'informazione privilegiata si è solo assistito ad un intervento normativo che si è limitato a precisare ulteriormente ma senza ampliare le condotte sanzionabili ovvero la nuova normativa conferma, specificandole e dando maggior concretezza alla nozione di informazione privilegiata, le fattispecie penali concernenti il c.d. *insider trading*¹⁹⁹.

La questione relativa invece all'eccesso di delega è stata risolta dalla Corte Costituzionale con l'ordinanza 1° luglio 2005, n. 259. La tematica oggetto di vaglio di costituzionalità concerneva il possibile eccesso di delega del legislatore del 1998, nell'aumentare le pene massime previste dalle norme del TUF (rispetto a quelle della L. n. 157/1991) mentre già i

¹⁹⁶ L'ordinamento statunitense è reputato aperto: ivi dapprima si è proceduto ad una interpretazione di norme generali nel senso di ricomprendere fra le condotte vietate dalle medesime anche quelle di *insider trading*, successivamente si sono precisati i confini degli illeciti in virtù di una interpretazione essenzialmente estensiva.

¹⁹⁷ Corte Cost. n. 382/2004. Relativamente alle ordinanze di rimessione rispettivamente del 10 giugno 2003 e del 6 ottobre 2003 si rinvia a Cass. pen. 2004, 238 con nota di CUPELLI, *L'insider trading e la legalità "delegata": spunti sulla ammissibilità del ricorso al decreto legislativo in materia penale*.

¹⁹⁸ Si vedano le sentenze n. 2279/2005 in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 2006, II, 265 ss e Cass. pen. sez. V., 10-31 luglio 2006 n. 26943 in *Dir. giust.* 2006, n. 40, 41 preceduta dalla nota di CORATELLA, *Dentro l'insider trading dopo la riforma. Perché c'è continuità nel tipo di illecito*.

¹⁹⁹ Cass. pen. sez. III. n. 480005/2008.

giudici del merito escludevano la sussistenza di un problema di insufficiente delineazione della definizione di informazione privilegiata. La Corte Costituzionale nel rigettare la questione di legittimità, ha affermato che l'attuale art. 181 TUF si limita a specificare "tra l'altro la valenza dei requisiti del carattere preciso e della idoneità dell'informazione, ove resa pubblica, ad influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari; enunciando a tal fine, in linea con le previsioni comunitarie, parametri di identificazione delle notizie tutelate, che sono invece assenti nella disciplina anteriore".

Anche la giurisprudenza di legittimità²⁰⁰ si è soffermata sullo spinoso tema, che involve sia il principio di riserva di legge che di tassatività, concernente l'aggettivo "sensibile" al fine di verificare se lo stesso possedesse un grado di determinatezza sufficiente a garantire il principio di tassatività. I giudici di Piazza Cavour facendo propria la giurisprudenza relativa alla tematica delle "clausole elastiche" hanno ritenuto che l'aggettivo sensibile non sia parte della condotta sanzionata bensì "contribuisce a connotare la condotta di alterazione e svolge quindi nella fattispecie una funzione meramente esplicativa degli elementi costitutivi dell'illecito rispetto alla quale è da ritenere tollerabile una maggior elasticità espressiva, individuato il tipico contenuto del disvalore del fatto. Sembra ragionevole ritenere infatti che non sia possibile definire come alterazione una variazione dei prezzi che non sia sensibile".

6. La nozione d'informazione privilegiata

All'interno della fattispecie un ruolo preponderante riveste la nozione d'informazione privilegiata, appare dunque opportuno offrire qualche notazione preliminare sulla definizione oggetto di esame. I delitti in materia di abusi di mercato stigmatizzati nell'art. 180 TUF e ss. hanno come centro concettuale l'informazione privilegiata, sul cui possesso si fonda la posizione di privilegio informativo, infatti, è proprio lo sfruttamento di tale condizione favorevole che il legislatore mira a reprimere al fine di assicurare una tendenziale parità tra gli operatori e di conseguenza garantire un paritario accesso sul mercato. Degno di apprezzamenti è quindi la modifica dell'aggettivo "riservato" presente nella legislazione previgente con quello di "privilegiato". L'aggettivo "riservato" utilizzato dalla legge 157/91, era, infatti, in grado di creare molteplici perplessità interpretative, ciò in quanto la locuzione "riservato" implica di per sé il carattere di segretezza della notizia che, se pur presente in talune situazioni, non costituisce, né un elemento costitutivo della

²⁰⁰ Cass. pen. sez. III n. 2279/2005.

disciplina *de qua*, né tantomeno risponde alla *ratio legis* del divieto, giacché ciò che si intende reprimere non è tanto il fatto di conoscere una notizia segreta, quanto che la stessa sia conosciuta in anticipo rispetto al momento nel quale la notizia stessa sarà accessibile al mercato. Rispetto all'originale formulazione restano invece invariati i requisiti di specificità e determinatezza dell'informazione che costituiscono i due elementi essenziali e che afferiscono direttamente al piano della tipicità. La locuzione “specifica di contenuto determinato” svolge un'importante funzione delimitativa, posto che una siffatta caratterizzazione non può che essere propria di una notizia concernente un fatto storicamente caratterizzato, dai contorni sufficientemente precisi.

Tali elementi non escludono che il fatto oggetto della notizia possa essere anche un fatto futuro ossia un evento destinato a verificarsi purché sia in possesso dei requisiti citati. Analogamente si deve ammettere che il reato d'*insider trading* sussisterebbe comunque anche laddove la notizia sia falsa ossia non rispondente al vero storico purché siano presenti i requisiti della specificità e della determinatezza che si ripete, ancora una volta, sono gli unici parametri assunti dalla norma per valutare la tipicità della informazione. Nessun problema di concorso di norme può porsi con riguardo all'incriminazione di cui all'art. 181 del TUF posto che la condotta di diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose è strutturalmente incompatibile con quelle punite *ex art.* 180 del TUF dal momento che queste implicano la non comunicazione al pubblico della notizia stessa.

7. Il requisito della non pubblicità della notizia

L'ulteriore requisito che qualifica il carattere non privilegiato della notizia è espresso nella forma negativa attraverso la locuzione “di cui il pubblico non dispone”, comparando la nuova disciplina a quella previgente in cui si faceva riferimento alla notizia che non sia stata resa pubblica appare ora evidente che il nucleo significativo della fattispecie si assesta nella oggettiva indisponibilità della notizia per il pubblico, essendo del tutto irrilevanti le modalità di pubblicizzazione/ diffusione delle notizie stesse.

Qualche problema ermeneutico deriva dai rapporti intercorrenti fra la disciplina dell'*insider trading* nel suo complesso e le prescrizioni legislative in materia di obblighi informativi previsti dall'art. 114 TUF.

Andando a valorizzare il dato letterale dell'art. 180 TUF si perviene ad affermare che il carattere privilegiato della notizia viene meno quando il pubblico sia a conoscenza del contenuto della notizia stessa. In particolare, raffrontando la nuova normativa con quella

prevista dalla legge 157/91 ove si faceva riferimento al momento di comunicazione della notizia, piuttosto che alla conoscenza effettiva dell'informazione da parte del pubblico, si può ritenere che l'interesse del legislatore si è spostato dal momento strumentale della messa a disposizione del pubblico a quello, per così dire, storico-oggettivo, concernente lo stato di conoscenza della notizia fra il pubblico. Una siffatta lettura ben s'inquadra con il rigore impresso dal legislatore in materia d'*insider trading*, in considerazione del fatto che il dislivello informativo viene meno soltanto nel momento in cui la notizia è diffusa tra il pubblico ed è del tutto indipendente dalla circostanza che la stessa sia stata comunicata. Sotto il profilo sistematico non può dimenticarsi che l'art. 114 TUF specifica ed individua alcuni soggetti che sono obbligati a fornire comunicazioni al pubblico, costituendo in tal modo il contrappunto speculare delle disposizioni che reprimono i fatti di *insider trading* dal momento che le notizie obbligatoriamente rese di pubblico dominio coincidono con la nozione tipica di informazione privilegiata. L'art. 114 TUF richiama, per l'appunto "fatti non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari", l'art. 180 co. 3 parla di "informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, [...] che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne [*id est*: degli strumenti finanziari] il prezzo". Al di fuori delle differenze lessicali le due definizioni appaiono sotto dei profili contenutistici sovrapponibili, con la chiara differenza che l'art. 114 si rivolge ad categoria di soggetti previamente individuati, mentre per l'art. 180 la non diffusione tra il pubblico costituisce un elemento costitutivo. Un primo problema di coordinamento tra le disposizioni in esame si pone con riferimento alla posizione dei soggetti obbligati ex art. 114, nel senso che appare lecito chiedersi se gli stessi una volta che abbiano adempiuto al dovere di comunicazione possano considerarsi liberati dalle inibizioni operative per il solo fatto di aver provveduto alla comunicazione legalmente prescritta o se invece occorrerà che i medesimi attendano un successivo momento, cioè quando il contenuto della comunicazione sia effettivamente noto al pubblico. Stando al tenore letterale dell'art. 180, co. 3, sembrerebbe preferibile la seconda soluzione. Ma è anche vero che la stessa non risulta del tutto convincente se solo si consideri l'assoluta indeterminatezza alla quale finirebbe collegato il requisito della fattispecie rappresentato dalla "pubblica disponibilità dell'informazione". Non appare, infatti, del tutto arbitrario affermare che clausola in discorso se non correttamente interpretata si connota di un'indeterminatezza micidiale nella sua applicazione, ad esempio per pubblico si deve intendere la generalità dei consociati, tutti potenzialmente investitori, o solo i soggetti autorizzati ad operare ovvero gli intermediari finanziari? E ancora per conoscenza si deve intendere consapevolezza effettiva o solo potenziale? Dall'altro canto è

inimmaginabile che l'informazione giunga contemporaneamente a tutti i soggetti interessati ed altrettanto incerto è il momento in cui la notizia è divenuta pubblica, ritenere ad esempio che tale momento corrisponda a quello nel quale essa ha raggiunto almeno il 50% degli interessati – a lato della difficoltà dell'accertamento – costituirebbe, nel silenzio della norma, assunzione del tutto arbitraria dell'interprete e difficilmente compatibile con il canone della tassatività che governa l'interpretazione della legge penale.

La nozione di disponibilità per il pubblico dovrebbe allora intendersi in senso parzialmente diverso valorizzando non tanto la conoscenza quanto la conoscibilità della notizia ovvero la concreta possibilità per gli investitori di apprendere la notizia stessa. Tale lettura è confortata dalle modalità stabilite dall'art. 20 del regolamento CONSOB n. 11520 per l'adempimento degli obblighi di comunicazione stabiliti dall'art. 114, co.1, TUF, l'informazione al pubblico viene assicurata mediante invio di un comunicato: a) alla società di gestione del mercato che lo mette immediatamente a disposizione del pubblico; b) ad almeno due agenzie di stampa. Appare difficile negare che una notizia che sia in tal modo diffusa non sia anche una notizia di cui il pubblico dispone, senza necessità quindi di compiere un ulteriore accertamento circa l'effettiva conoscenza derivante da questa obiettiva, simultanea e generalizzata possibilità di acquisirne la conoscenza.

In ultimo può osservarsi che sebbene vi sia una strettissima connessione fra la disposizione dell'art. 114 e quella dell'art. 180 TUF ciò non comporta che vi sia una immediata sovrapposizione tra le due fattispecie relativamente alle informazioni. La comunicazione al pubblico delle informazioni è un'attività doverosa *ex art.* 114, mentre per l'art. 180 la comunicazione al pubblico costituisce il presupposto delle inibizioni operative stabilite dall'art. 180 TUF. A tal proposito è sufficiente osservare che, sebbene la formula utilizzata nell'art. 114 TUF sia sicuramente ampia, quest'ultima trova una specifica limitazione mediante la clausola che circoscrive l'obbligo di comunicazione ai “fatti che accadono nella loro (*id est*: della società) sfera di attività e in quella delle società controllate”: con la conseguenza che le notizie privilegiate attinenti a fatti estranei a tale area di appartenenza non potranno essere oggetto di comunicazione al pubblico, fermo restando per i soggetti che ne sono in possesso, ad esempio gli amministratori, l'obbligo di astenersi dalle operazioni e dalle condotte contemplato dall'art. 180. E' però da affermare che dal momento che le clausole definitorie utilizzate rispettivamente nell'art. 114 e nell'art. 180 co. 3 impiegano elementi descrittivi analoghi, le stesse incidono fortemente sulla determinatezza della fattispecie di *insider trading*. Posto, infatti, che l'art. 114 descrive le modalità attraverso cui è prevista la comunicazione al pubblico, quest'ultime costituiscono un eccellente indice per determinare il significato da attribuire alla formula “di cui il

pubblico non dispone” conferendo in tal modo una maggior rigidità alla fattispecie: il momento in cui l’informazione perde il suo carattere privilegiato è infatti collegato direttamente con quello in cui la notizia è messa a disposizione del pubblico.

8. *L’idoneità ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari*

Un’ulteriore funzione delimitativa della nozione di informazione privilegiata e delineata dall’inciso finale dell’art. 180, co. 3, secondo cui è notizia privilegiata solo quella che “se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne (*id est* degli strumenti finanziari) sensibilmente il prezzo”. Relativamente alla valutazione probabilistica che deve effettuare l’interprete, come si è già detto, questa deve consistere in una valutazione effettuata *ex ante* mediante lo strumento della prognosi postuma. Il predetto accertamento avrà quindi ad oggetto un giudizio di idoneità, similmente a quanto accade per il tentativo, connesso quindi al verificarsi di un determinato evento nel futuro come conseguenza di una antecedente noto (dove l’antecedente noto è l’informazione e l’evento conseguente è l’alterazione sensibile del prezzo). In merito alla nozione di “sensibilità” oggetto di esame deve necessariamente fornirsi qualche ulteriore delucidazione in grado di riempire contenutisticamente la nozione in analisi, pena la caduta del principio di determinatezza in materia penale. E’ certo che non basti una qualsiasi alterazione del prezzo degli strumenti finanziari altrimenti si finirebbe per violare il principio di offensività, è vero, tuttavia, che ammettendo una tesi siffatta sarebbe assai facile per il giudicante effettuare la valutazione di idoneità, in quanto basterebbe affidarsi alla perizia di un analista finanziario. Per tale ragione sarebbe meglio – sempre in ossequio al principio di offensività – richiedere una soglia quantitativa minima, che pure è componente costitutiva della fattispecie, facendo così orbitare il principio di offensività nell’area della tipicità della fattispecie. Una tale qualificazione in termini quantitativi sarebbe poi di sicura utilità anche in sede di accertamento giudiziario. Tuttavia l’introduzione del parametro quantitativo, nell’area della tipicità della illecito, trova una difficoltà non facilmente superabile in materia penale, ossia il principio di riserva di legge: dal momento che la norma non fissa con un valore numerico il limite della alterazione rilevante ai fini del tipo, sarebbe lasciato all’interprete decidere il limite oltre il quale la fattispecie diviene penalmente rilevante, mentre tale opzione entrando idealistica a delineare il “tipo” non può che essere unicamente affidata al legislatore. In proposito, non può essere sottovalutato il fatto che lo stesso legislatore ha evitato di inserire una soglia quantitativa minima all’interno della fattispecie criminosa. Tale scelta legislativa, in mancanza di alcuna indicazione nei lavori preparatori, non può

che trovare solo delle spiegazioni del tutto ipotetiche, in particolari relative all'interferenza con l'elemento soggettivo della fattispecie *de quo*. L'inserimento di termini numerici nella norma avrebbe creato, infatti, non pochi problemi in sede di accertamento giudiziale dell'elemento soggettivo, in quanto entrerebbe a far parte del momento rappresentativo del dolo. Probabilmente la ragione più semplice che ha spinto il legislatore ad evitare l'inserimento di elementi numerici si può trarre direttamente dalla locuzione "influenza sensibile" che ha natura eminentemente relativa, in quanto strettamente connesso alle caratteristiche proprie dell'elemento finanziario a cui la notizia privilegiata si riferisce. Si faccia ad esempio riferimento ad un titolo il cui apprezzamento sia relativamente stabile, in tale situazione è chiaro come anche una variazione di poche percentuali potrà essere considerata come significativa, rispetto al caso inverso di uno strumento finanziario il cui valore sia per sua natura soggetto ad oscillazioni rispetto al quale una variazione dell'indice percentuale del suo valore, ben difficilmente potrebbe dirsi sensibile.

9. L'oggetto dell'informazione privilegiata: strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari

Oggetto precipuo dell'informazione privilegiata sono gli strumenti finanziari o i loro emittenti, la formula è sicuramente più ampia rispetto al testo previgente, disciplinato dalla L 157/91. Rimane immutato il riferimento agli emittenti, ciò porta a ritenere che la disciplina concerna tanto le *corporate information* quanto le *market information*. In particolare tale impostazione è logica conseguenza della dizione che comprende le informazioni relative ad una pluralità di emittenti e di strumenti finanziari, non facendo alcun riferimento alla provenienza della notizia.

10. La natura di reato proprio dell'insider trading: le categorie di insider

Come si è più volte avuto modo di notare nel corso della presente lavoro, il reato d'*insider trading* rientra nell'ambito di quella categoria che la dottrina penalistica tradizionale usa chiamare "reati propri"²⁰¹, infatti sebbene l'utilizzo delle informazioni privilegiati sia un elemento imprescindibile nella fisionomia del reato non tutte le tipologie di possesso della

²⁰¹ In argomento si veda l'opinione di ANTOLISEI, *Manuale diritto penale-parte generale*, op., cit. 175, secondo cui si richiede "un accurato esame della norma incriminatrice per accertare se il reato può effettivamente essere commesso da qualsiasi persona oppure soltanto da chi rivesta una data qualità, o si trovi in una certa situazione" (*Contra* MANZINI, op., cit. Vol. I, 717-718 secondo il quale l'espressione "chiunque" indicherebbe *tout court* un reato comune).

notizia rendono operativi i divieti previsti dal TUF. Invero se si pone a mente il dettato comunitario, la genesi della Direttiva 6/2003 conferma l'esigenza europea di estendere il campo dei destinatari del divieto rispetto al passato. E tuttavia la scelta di circoscrivere il reato d'*insider trading* solo a determinate categorie di soggetti o estenderlo *erga omnes* è una scelta che il legislatore comunitario lascia a quello nazionale.

Nel nostro ordinamento perchè si possa anche solo configurare la fattispecie di reato occorre che il soggetto attivo si trovi in una determinata situazione di collegamento con l'informazione, affinchè il medesimo possa acquisire la notizia avendo una posizione di vantaggio. L'abuso della posizione di vantaggio è proprio la condotta che il reato intende sanzionare, ne consegue che quest'ultima non può essere realizzata da "chiunque", come invero la lettera della norma indurrebbe a credere. Ed, invero, nel sistema penale italiano esistono altre ipotesi in cui nonostante l'utilizzo del pronome indefinito "chiunque" nella lettera normativa il reato non può qualificarsi come "comune", l'analisi del dettato positivo è quindi imprescindibile per la classificazione del reato come proprio o comune.

La norma menziona in modo del tutto esemplificativo, specifiche posizioni quali "la qualità di membro di organi di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente". Tuttavia, il citato riferimento è del tutto ridondante e superfluo se solo si pone a mente la formula di chiusura della disposizione medesima, che rinviando al precedente testo dell'art. 180 TUF, rinvia al più generico "esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio"²⁰². Proprio tale previsione ammette di ritenere rilevanti le *market* o *secondary informations*, in mancanza delle medesima infatti lo stesso risultato non si sarebbe potuto raggiungere se non attraverso la figura vietata nel diritto penale dell'analogia *in malam partem*. L'uso nella formula di chiusura della locuzione "in ragione" autorizza, infatti, a ricomprendere nell'ambito della fattispecie penale, tutto il patrimonio informativo acquisito "in ragione" della posizione soggettiva dell'agente. Si dà in tal modo rilievo anche alle *market informations* relative ad altri emittenti, con cui per ipotesi l'amministratore (o il direttore generale, il liquidatore o il sindaco) sia in contatto per vincoli contrattuali. Lo stesso non può dirsi rispetto a quelle ipotesi frequenti nella pratica in cui le notizie sono apprese dal soggetto qualificato grazie a rapporti personali di amicizia con l'*insider* dell'altro emittente. Di portata più limitata è poi

²⁰² Come rilevato da MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, op., cit. 1469, "rispetto al passato, è previsto un riferimento nuovo, ovvero all'"attività lavorativa" si aggiunge in tal modo un *quid pluris*, rispetto all'esercizio di una funzione, ufficio o professione. Si potrebbe pensare ad un aggiustamento suggerito dal fatto che al lavoro subordinato mal si sarebbero attagliate le categorie di incarico già identificate: così un dipendente di una società di revisione, per esempio, non avrebbe potuto rivestire la qualifica di insider primario".

l'ipotesi (comunque aggiuntiva) della conoscenza privilegiata in ragione "della partecipazione al capitale sociale dell'emittente". La modifica rispetto alla previgente norma, che si riferiva al capitale "di una società", senza il riferimento a formule generali di chiusura, vale ad escludere in questo caso la rilevanza delle *market informations*, a meno che un azionista di maggioranza eserciti di fatto funzioni amministrative: in quest'ultima circostanza la prospettiva funzionale di un esercizio effettivo dei poteri sociali determina autonomamente la qualifica di *insider*.

Le figure degli *insider* finora richiamate rientrano nella categoria generale degli *insider* primari, intendendosi in tal modo i soggetti che entrano in possesso d'informazioni privilegiate, direttamente in ragione della propria posizione che gli garantisce un facile accesso all'informazione o in genere per la contiguità informativa tra la loro attività lavorativa e l'informazione²⁰³. Restano puniti, come si ricorderà, solo con la sanzione amministrativa gli *insider* secondari ovvero coloro che a qualunque titolo si trovano a detenere informazioni privilegiate, senza quindi che la stessa sia stata acquisita in virtù d'incarichi sociali, interni o esterni. Nelle sanzioni sia penali che amministrative disciplinate dal TUF rientrano anche i c.d. *insider* primari da reato o *insider* criminali, si tratta di soggetti che sono in possesso di informazioni privilegiate "a motivo della preparazione o esecuzione di attività criminose"²⁰⁴. I predetti soggetti incorreranno due volte nella sanzione penale, una prima volta per il reato base e la seconda volta per *insider trading*, si pensi in questo senso al ladro di appartamento che acquisisca il possesso di informazioni riservate attraverso la propria condotta criminosa²⁰⁵. La *ratio* della disposizione è in realtà prospettata in un'ottica più ampia rispetto all'esempio appena citato riguardando più precisamente l'attività terroristica e l'influsso che essa riveste sui mercati. In particolare la *ratio* della previsione si colloca nella diffusa preoccupazione che l'attività terroristica possa essere utilizzata dagli stessi attentatori anche ai fini di destabilizzare, attraverso operazioni speculative, i mercati finanziari. Si pensi alle operazioni speculative, apparentemente ingiustificate, realizzate alcuni giorni prima dell'attentato dell'11 settembre. E' noto, soprattutto dalla lettura dei principali quotidiani del periodo in cui si sono verificati gli attentati, che circolasse la notizia, che nient'altro è se non una leggenda

²⁰³ Una norma assolutamente innovativa nell'esperienza giuridica europea, derivante però dalle regole di *best practice* degli intermediari, è contenuta nell'art. 115-bis TUF, che impone la tenuta di un apposito registro di tutte le persone cui sia consentito l'accesso alle informazioni privilegiate. La mancata tenuta del registro potrebbe rilevare in sede di responsabilità amministrativa dell'ente.

²⁰⁴ Cfr. artt. 184, co. 2, e 187-bis, co. 2, TUF. L'inserimento tra i soggetti attivi di quanti acquisiscono l'informazione privilegiata "in virtù delle proprie attività criminali" deriva dalla *direttiva Market Abuse*, art. 2, lettera d).

²⁰⁵ Cfr. BELLACOSA, *Contro l'insider trading più rigore (non per tutti)*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 maggio 2005, 27. L'Autore peraltro rileva come il riferimento alla "preparazione o esecuzione di attività criminose" sia anacronistica, riferendosi ai canoni del codice Zanardelli, non in linea con la disciplina del vigente art. 56 c.p.

metropolitana, per cui gli attentati dell'11 settembre non fossero altro che una colossale operazione d'*insider trading*. Tuttavia proprio una simile supposizione rende chiaro come sarebbe semplice speculare nell'ambito dei mercati, magari attraverso operazioni su strumenti finanziari derivati quotati, quali contratti *futures* e *forward*, in grado di amplificare a dismisura uno *spread* al rialzo come al ribasso. Proprio su questa tipologia di strumenti finanziari la detenzione dell'informazione privilegiata riveste un effetto micidiale, generalmente, infatti, i prodotti finanziari ora citati possono essere estremamente rischiosi per l'investitore, perché spostano in un momento successivo l'impegno all'esborso e permettono di operare, di fatto, senza l'impiego del capitale²⁰⁶. Tale rischio è naturalmente annullato dalla presenza di un'informazione privilegiata. Invero la dottrina ha evidenziato che la previsione accanto agli *insider* primari di altri soggetti attivi, come appunto gli *insider* criminali, altera il "profilo oggetto della fattispecie" in quanto nell'ambito delle condotte degli *insider* criminali possono verificarsi una molteplicità di condotte illecite, non riconducibili univocamente all'*insider trading*, di modo che non si sarebbe più in presenza di un "abuso di informazione legittimamente acquisite"²⁰⁷.

E', tuttavia, possibile individuare un elemento in comune in entrambe le tipologie di condotte disciplinate dal TUF, ambedue si basano sull'utilizzo d'informazioni privilegiate, sebbene si atteggiino in modo diverso. Alcuni comportamenti, infatti, sono in grado di determinare la notizia (pur non perseguendo tale obiettivo né nel momento iniziale né tanto meno in quello finale), che sarà poi sfruttata in esclusiva e con un vantaggio assoluto. E' il caso proprio dell'attacco terroristico, ma le stesse considerazioni potrebbero farsi per il caso di una falsa comunicazione sociale, destinata a far impennare la quotazione delle azioni della società: il responsabile potrebbe avvantaggiarsene compiendo operazioni apparentemente rischiose su titoli derivati quotati, come accennato sopra, scommettendo sulla prossima ricaduta dei titoli allorquando la situazione effettiva si sarà rivelata. Una tale condotta pare estranea al concetto di abuso e anzi si tratta di una vicenda estranea al contesto dell'art. 184 TUF, avvicinandosi alla condotta di manipolazione del mercato.

Del tutto diverso, come già accentato, è l'ipotesi in cui non sia l'agente a determinare il dislivello informativo ma questo come fatto storico si sia già verificato e venga casualmente appreso dall'agente, ovvero scoperto durante la preparazione o l'esecuzione del reato, come appunto l'esempio del ladro di appartamento che scassinando la cassaforte di un'abitazione privata, rinvenga un importante accordo segreto concernente

²⁰⁶ Non ci si può soffermare in questa sede sui meccanismi operativi dei singoli strumenti finanziari derivati, approfonditi con la lettura di CAPARELLI, *Economia del mercato mobiliare*, Milano, 2004, 341 ss. e HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, (trad. BARONE), Milano, 2003, 3 ss. e *passim*.

²⁰⁷ Così ZANOTTI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, op., cit. 16 ss.

un'acquisizione o una fusione; o ancora dell'*hacker*, che violando il sistema informativo di un'impresa a scopo dimostrativo rinvenga notizie *price sensitive*, utilizzate poi sul mercato finanziario nelle modalità note. Si ritiene che anche in queste ipotesi possa parlarsi di abuso sebbene sotto una prospettiva "patologica" dell'abuso in quanto si è pur sempre nell'orbita di un utilizzo scorretto di una informazione preesistente.

11. *Segue le diverse categorie di insider*

Come si è avuto modo di ricordare nel nostro ordinamento si è optato per la classificazione del reato di *insider trading* come reato proprio in quanto riferito a specifiche categorie di soggetti attivi con la conseguente ripartizione tra *insider* istituzionali e *insider* temporanei. Iniziando dall'analisi della categoria dagli *insider* istituzionali gli stessi sono stati espressamente definiti dal TUF. In particolare, il legislatore ha abbandonato la scelta propria della normativa previgente in cui gli *insider* istituzionali erano raggruppati insieme a quelli temporanei in una unica categoria. Il testo attuale, infatti, li qualifica in virtù dell'art. 184 del TUF separatamente da quelli temporanei, rimane, comunque, ferma la suddivisione nell'ambito degli *insider* istituzionali tra quelli che lo sono in ragione di "partecipazione al capitale" e quelli che lo sono in conseguenza del ruolo svolto, secondo l'inserimento organico, nella compagine del soggetto emittente. L'ampliamento degli organi societari, che si è verificato a seguito della riforma del diritto societario ed eventuali modifiche del tessuto codicistico successive, non inficiano l'area di estensione della norma, in quanto la medesima fa riferimento alle funzioni che detti organi svolgono, senza soffermarsi sulla qualifica dei soggetti attivi.

Per quanto concerne gli *insider* istituzionali in ragione della loro partecipazione al capitale residuano, come in passato, alcune perplessità concernenti la quota di partecipazione alla compagine societaria che non trova alcun riscontro nel dato positivo della legge. Si noti che la norma usa la locuzione "dell'emittente" rispetto alla precedente espressione di "un emittente" in tal modo ammettendo la qualificazione come *insider* istituzionale, in luogo di quello temporaneo, del soggetto che partecipi anche al capitale di un emittente diverso da quello a cui si riferiscono le informazioni. Sul punto si deve, tuttavia, ricordare che la Cassazione²⁰⁸ ha sostenuto una diversa interpretazione del dato normativo, affermando che "la legge n. 62/2005 ha modificato profondamente la disciplina del reato in esame, che

²⁰⁸ Cass. pen. sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391. In senso analogo si era già espresso il Tribunale di Roma 7 dicembre 2005, in Cass. pen, con nota di MANDUCHI, *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insider secondari*.

risulta ora configurabile effettivamente solo nei confronti di chi partecipi alla società emittente, oltre che nei confronti di soggetti investiti di particolari uffici. Il socio partecipe del capitale di altre società, diverse da quelle emittente a cui si riferiscono i titoli oggetto delle informazioni privilegiate può rispondere ora solo di un illecito amministrativo”. In sintesi anche i soggetti che sono qualificabili come *insider* istituzionali, ossia persone che sono parte degli organi amministranti, dirigenti o svolgenti attività di controllo rispetto all'emittente cui il loro ufficio si riferisce, non saranno *insider* istituzionali al di fuori dell'emittente per il quale essi prestano il loro ufficio e saranno pertanto classificabili come *temporary insider* rispetto all'emittente a cui si riferisce l'informazione. L'opinione espressa dai giudici di Piazza Cavour non pare comunque condivisibile, in quanto produce l'effetto, del tutto iniquo, di annoverare tra gli *insider* temporanei e quindi destinatari solo di sanzioni amministrative, soggetti che abbiano accesso giornalmente ad informazioni privilegiate e siano consapevoli di tale carattere.

In passato, si era sollevato il problema dell'inquadrabilità nella categoria dei soci di chi non fosse proprietario, e dunque non formalmente socio, sebbene in possesso di azioni, ad esempio in virtù di diritti reali; nel caso illustrato, infatti, non c'è nessuna partecipazione al capitale. La dottrina²⁰⁹ ha affermato che se il soggetto possessore, in virtù della sua posizione, riceva informazioni privilegiate da un *insider* istituzionale, egli dovrebbe essere qualificato come *insider* temporaneo. E' del tutto evidente che in mancanza di una sua qualche qualificazione nell'organico dell'emittente ogni comunicazione effettuata da un *insider* in favore del possessore sarebbe immotivata. Ma se il soggetto in esame contribuisse in qualche modo alla creazione dell'informazione si potrebbe anche ipotizzare di disturbare la figura, di matrice penale, dell'amministratore di fatto per affermare che lo stesso svolga una qualche funzione all'interno dell'emittente e riportarlo così nell'ambito degli *insider* istituzionali.

Passando ora alla trattazione della categoria degli *insider* temporanei si può da subito osservare che lo snodo fra le due categorie dei soggetti attivi del reato è dato dalla locuzione contenuta nell'art. 184, co 1, “ovvero”, tutto ciò che segue ad essa costituisce la variegata classe degli *insider* temporanei. I primi tre gruppi d'*insider* sono i soggetti che entrano “in possesso” delle informazioni “in ragione dell'esercizio” di una “professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio”.

La norma è ricostruita con la stessa terminologia usata nel 1998, ma la disposizione del

²⁰⁹ BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE, vol.10, Torino, 1993, 219 ss. L'autore riteneva superabile il problema sulla base della posizione dell'amministratore di fatto.

2005 ha aggiunto una quarta categoria: quella delle persone che ottengono le informazioni privilegiate di cui sono in possesso all'atto della commissione del reato "in ragione" della loro "attività lavorativa". Si allarga così la categoria degli *insider* anche a soggetti che sono sì qualificati ma non necessariamente posti in una posizione creativa o di gestione in forma intellettuale dell'*inside information*, come si verifica invece per gli altri *insider* temporanei. Rientrano quindi in questa categoria ormai anche figure come la segretaria dell'avvocato o ancora i lavoratori subordinati, su cui in passato proprio alla luce delle disposizioni precedenti la dottrina aveva manifestato molteplici perplessità.

12. *L'origine del possesso delle informazioni e le categorie di insider*

La nuova disposizione, ponendosi sulla falsariga di quella precedente nel definire la posizione dell'agente accentua il fatto del possesso, lasciando a lato le modalità di ottenimento dell'informazione, ciò che conta è quindi la disponibilità della notizia sia conseguenza del ruolo dell'agente. In passato, sotto il preesistente tessuto normativo, si era escluso che potesse incorrere nella condotta illecita chi si trovava a compiere condotte vietate, in possesso d'*inside information*, qualora le informazioni di cui disponesse non fossero proprio quelle a cui si riferiva la sua attività. Ad oggi tale problematica risulta del tutto superata se solo si consideri due situazioni esplicitamente regolate: è sanzionata penalmente l'ipotesi in cui l'apprensione delle informazioni consegue ad una attività delittuosa o di essa preparatoria nonché quella di colui che svolge costantemente una attività lavorativa che può comportare l'accesso lecito ad informazioni privilegiate.

Non è pertanto più ammissibile ritenere che l'*insider* istituzionale non sia assoggettato alla sanzione penale qualora l'informazione non riguardi il "suo" emittente ma attenga ad uno diverso.

Semmai può discutersi se l'*insider* temporaneo che ottiene del tutto accidentalmente l'informazione possa rientrare nell'ambito della norma penale nel momento in cui si renda conto della natura della informazione, si pensi in tal senso a un libero professionista o un dipendente sufficientemente qualificato.

Nel caso di svolgimento di attività lavorative sembrerebbero, in realtà, alla luce dell'attuale normativa, assai ridotte le ipotesi di non volontarietà nell'apprensione delle informazioni, per gli altri soggetti appaiono del tutto inconsistenti e originali le situazioni in cui possa riscontrarsi un'accidentalità nell'apprensione del contenuto delle informazioni.

Si pensi al tipico caso accademico del collega del professionista che legga un documento qualificato, non suo, il soggetto in questione dovrebbe a rigor di logica ricadere nel comma

2 dell'art. 184 c.p. se “non lavora con le informazioni”. In via esemplificativa perchè mai il collega del libero professionista sicuramente in possesso d'informazioni privilegiate “in ragione” della propria professione dovrebbe aprire un dossier non suo?

Ciò che si vuol dire è che la coscienza della propria posizione di *insider* temporaneo riduce le ipotesi in cui il soggetto è da ritenersi venuto accidentalmente in possesso di informazioni privilegiate.

In ogni caso anche laddove si volesse negare l'applicazione della sanzione penale per carenza dell'elemento soggettivo, difficilmente qualche soggetto attivo potrebbe sfuggire alla sanzione amministrativa per la quale rileva anche la fattispecie colposa.

Volendo sintetizzare al massimo le argomentazioni illustrate, l'*insider* istituzionale è tale rispetto al singolo emittente con cui è legato, mentre quello temporaneo è tale, senza distinzione tra emittenti, non appena possiede l'informazione purché il possesso sia in ragione della sua attività. Egli, infatti, non sarà penalmente perseguibile solo allorquando le informazioni non abbiano alcuna attinenza funzionale con il ruolo ricoperto; per l'applicazione delle sanzioni penali deve quindi sussistere una qualche attinenza tra l'informazione acquisita e l'attività lavorativa. Si tratta di una conclusione obbligata, altrimenti con l'espressione “chiunque” che accompagna le quattro categorie d'*insider*, si verrebbe ad escludere dalla responsabilità penale solo chi non svolge attività lavorativa e quindi a rendere evanescente la natura dei reati propri delle condotte penalmente sanzionate. Piuttosto resta in dubbio la situazione in cui l'informazione non sia in alcun modo legata ad una specifica attività svolta dal soggetto ma sia di natura omogenea a quella di cui potrebbe venire a conoscenza proprio per l'esercizio della sua attività, professione o ufficio, e pertanto di cui egli è in grado di riconoscere la natura tendenzialmente privilegiata²¹⁰.

13. *Insider trading: le condotte vietate*

Com'è noto il reato d'*insider trading* consiste nello sfruttamento della posizione di vantaggio informativo nel compimento di operazione di mercato. La predetta condotta si articola, come in passato, nei tre divieti di compiere operazioni di mercato, di comunicare

²¹⁰ Dunque il tassista o il *caddy* del circolo golfistico che compiono operazioni avendo appreso informazioni privilegiate accidentalmente non saranno penalmente sanzionabili. Se invece il tassista o il *caddy* si adoperassero per acquisire quelle informazioni, allora la posizione sarebbe, per lo meno sanzionabile ai sensi del co. 2 dell'art. 184 TUF. Il dipendente potrebbe non essere colpevole in un'ipotesi che si verificasse agli inizi della sua attività lavorativa che lo pone a contatto con informazioni inside, con il passare del tempo però dovrebbe allargarsi lo spettro di informazioni privilegiate che possono condurre alla sanzione penale per operazioni effettuate dallo stesso mentre era a loro conoscenza.

ad altri le informazioni privilegiate, di raccomandare o indurre altri a compiere operazioni. Iniziamo, dunque, ad esaminare le singole condotte materiali necessarie per l'esistenza del reato, incominciando l'analisi dal primo divieto ovvero dal *trading* in senso stretto, previsto dall'art. 184, co.1, lett. a) del TUF. Come si ricorderà a norma dell'art. 184, ottenuta l'informazione privilegiata, la condotta del soggetto agente diviene rilevante se questi "acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime". La *ratio* del divieto normativo si rintraccia nella volontà del legislatore di punire lo sfruttamento del dislivello informativo.

L'utilizzo da parte del legislatore di una nozione ampia di *trading* consente di ricomprendere nella fattispecie qualsivoglia operazioni effettuata su strumenti finanziari. Non esiste un "tipo" di transazione che possa essere esclusa dalla sanzione prevista dalla norma; nell'ambito di applicazione della norma rientrano, infatti, oltre ad acquisti e vendite anche "altre operazioni", è sufficiente, quindi, che l'operazione riguardi uno strumento finanziario²¹¹ come definito dal combinato disposto degli art. 180, co. 1, lett. a) e 184, co. 4²¹².

Rispetto alla disposizione previgente si notano due modifiche sostanziali, ciò rileva in quanto la condotta descritta dall'attuale art. 180 pur ponendosi in soluzione di continuità con quella precedente sotto il profilo delle successioni delle leggi penali nel tempo, si configura in virtù degli elementi specializzanti previsti nella nuova fattispecie come nuova incriminazione, con la conseguente applicazione del co. 1 dell'art. 2 c.p. in presenza di comportamenti che non erano previsti nella precedente formulazione. In primo luogo il divieto di operare "per interposta persona" viene maggiormente approfondito e specificato, attraverso la preclusione del divieto di effettuare *trading* direttamente o indirettamente per conto proprio o di terzi. Attraverso tale precisazione della portata dei divieti il legislatore esclude esplicitamente, sebbene alla medesima soluzione sarebbe potuto facilmente giungere la dottrina in virtù della figura della attore mediato, la possibilità che il soggetto attivo possa farsi schermo di altri quale agente o beneficiario materiale dell'operazione. Poiché dunque l'*insider* è punito sia quando operi da solo sia quando sfrutti l'ausilio di terzi, in tutte le ipotesi in cui più persone siano coinvolte nella condotta delittuosa

²¹¹ Per come definiti a norma dell'art. 180. Tale definizione esclude, di fatto, gli strumenti finanziari trattati in mercati non regolamentati (e per i quali non sia stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi comunitari) o negoziati in Paesi extracomunitari. Da citare la circostanza per cui l'ampia nozione comprende anche, in modo generico e omnicomprensivo, "qualsiasi altro strumento", e quindi anche non finanziario, negoziato o per cui è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione in un Paese UE (non in Italia, dove ammessi alla negoziazione sono solo gli strumenti finanziari).

²¹² Essa era stata oggetto in passato del proposto Allegato V del Regolamento Mercati.

occorrerà delineare l'ambito di operatività di tale disposizione trattandosi di una peculiare ipotesi di autore mediato²¹³ rispetto all'ipotesi di concorso soggettivo nel reato con conseguente applicazione dell'art. 110 c.p. Dalla formulazione della norma si comprende pertanto che la presenza o meno di un intermediario non rileva né per la ricostruzione ed il completamento della fattispecie rispetto all'*insider* né per la condotta penalmente sanzionata²¹⁴. Piuttosto occorrerà verificare se l'azione effettuata come mero intermediario di altri renda anche all'agente c.d. immediato, in concorso con l'autore mediato, applicabile la normativa in materia d'*insider*. La risposta positiva a tale questione è legata a doppio filo all'elemento doloso, dovendo l'agente materiale essere sia al corrente dell'operazione sia del fatto che essa ha come presupposto il possesso di informazioni privilegiate. La norma per la sua estensione a qualsivoglia terzo non pone limiti a tale categoria, potendo quest'ultima essere estesa pressoché all'infinito, è chiaro che sotto il profilo probatorio le indagini si concentreranno su quelle operazioni che hanno come apparenti titolari e/o beneficiari tutte quelle persone che hanno legami familiari con gli *insider*, istituzionali o temporanei indagati.

Si noti comunque che proprio il rapporto funzionale tra la posizione ricoperta dall'agente e l'informazione privilegiata dovrebbe facilitare la prova da parte della pubblica accusa anche della presenza dell'elemento soggettivo, in quanto pur non potendo la stesso dar luogo ad un mero accertamento della conoscenza e consapevolezza della propria posizione funzionale, in quanto si paventerebbe in tal caso il rischio del dolo in *re ipsa*, potrà più agevolmente provare che la conoscenza della propria posizione funzionale comporti anche la consapevolezza di un uso abusivo di informazioni privilegiate.

La seconda novità, si ascrive anch'essa nell'obiettivo di un rafforzamento del principio di tassatività, la novella normativa collega infatti l'oggetto materiale della fattispecie penale, ossia le informazioni privilegiate, all'agente attraverso il verbo "utilizzare" in luogo di quello di "avvalersi". Il predicato "utilizzare" evoca uno sfruttamento effettivo, realmente voluto ed espressamente orientato a trarre vantaggio dal dislivello informativo. In sintesi, rispetto al passato, il legislatore vuole suggerire, sebbene questo non esima poi il giudice di compiere un'indagine da effettuare sul caso in concreto, che gli *insider* istituzionali abbiano sempre la consapevolezza della natura delle informazioni di cui dispongono²¹⁵.

²¹³ La materia è piuttosto complessa e articolata come punto di partenza si veda ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale- parte generale*, op., cit. 547-594

²¹⁴ SPADA, *La circolazione della ricchezza "assente" in Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1999, I, 407 ss.

²¹⁵ Tale conclusione risulta suffragata dalle considerazioni ufficiali svolte in Europa in sede di lavori preparatori. Sin dalla proposta di direttiva formulata dalla Commissione nel 2001 si sottolineava la maggior severità della stessa rispetto a quella del 1989 si precisava infatti che "l'avverbio consapevolmente che nella direttiva sull'*insider trading* è riferito agli *insider primari* non figura nell'articolo 2 della presente direttiva,

Se la formulazione utilizzata dal legislatore del 1998 aveva ingenerato l'idea per cui non vi sarebbe stata sanzione in mancanza di vantaggio per l'*insider*, l'interpretazione, attuale, dovrebbe essere assai più severa nei confronti dell'imputato giacché l'utilizzo è sanzionabile anche in presenza di una condotta colposa derivante dalla non conoscenza del carattere privilegiato delle informazioni²¹⁶.

Il legislatore italiano nel 2005, optando per il mantenimento di una tutela penale per le fattispecie dolose, ha semplicemente voluto riportare nei ranghi della tutela amministrativa le ipotesi degli *insider* che abbiano agito in modo negligente, non sapendo cioè di essere tenuti a porsi il problema di disporre di informazioni privilegiate. Rispetto al passato la condotta, in virtù della previsione di elementi specializzanti risulta sicuramente più circoscritta, producendo così conseguenze di non poco momento relativamente al profilo del diritto penale intertemporale, in quanto se si sostiene che la condotta attualmente descritta risulta più circoscritta di quella previgente si determinerà una *abolitio criminis* parziale con le conseguenze imposte dall'art. 2 c.p.²¹⁷.

Partendo dalla casistica in materia si è cercato di elaborare una serie di ipotesi che possano guidare gli interpreti nella individuazione di situazioni in cui è probabile, almeno sotto il profilo oggettivo, che una operazione sia caratterizzata da *insider trading*. In particolare la CONSOB, nell'ambito dell'intervento di "livello 3" realizzato dal CESR, ha adottato la Comunicazione n. DME/5078692.

Tra le varie ipotesi, delineate dal documento menzionato, un rilievo particolare è stato attribuito al *front running* riconosciuto in passato dalla dottrina come figura particolare rientrante nell'area applicativa dell'*insider trading*; con tale termine si intende quel particolare abuso di mercato che ricorre quando l'informazione privilegiata consiste nella consapevolezza della prossima immissione sul mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo a influenzare il prezzo di uno strumento finanziario. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'intermediario che, ricevuto da parte del cliente un ordine di acquisto di un'ingente quantitativo di azioni, tale da provocare di sicuro un rialzo delle quotazioni del

dato che, per la funzione stessa da essi esercitata questi *insider* hanno accesso giornalmente ad informazioni privilegiate e sono consapevoli del carattere riservato delle informazioni che ricevono". La Commissione del Parlamento europeo per i problemi economici e monetari poi, nel modificare la proposta di direttiva rispetto all'inserzione nella lettera normativa (al posto di sfruttare) del verbo utilizzare osservava che "occorre sanzionare l'utilizzazione delle informazioni privilegiate nel contesto amministrativo, per cui va soppresso ogni elemento di finalità o di intenzionalità".

²¹⁶ Ciò risulta in primo luogo dal Considerando della direttiva 6/2003 sia dall'art. 2 della direttiva medesima ove s'impiega ancora una volta l'espressione utilizzare. La Commissione dell'Unione Europea tra l'altro aveva già precisato in sede di prima elaborazione della direttiva n. 6, che oltre alla conoscenza anche la mancata conoscenza colposa della natura privilegiata delle informazioni fosse elemento sufficiente per vietare tutte le pratiche d'*insider trading*.

²¹⁷ Di questo parere MUCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, op., cit. 1470.

titolo stesso, anticipi l'esecuzione dell'ordine del cliente con acquisti in conto proprio, con riserva di vendere solo dopo che l'attesa variazione del prezzo abbia luogo.

14. *Gli esempi di abuso d'informazioni privilegiate*

Come si è già avuto modo di accennare la disciplina penale nell'ambito del settore economico risulta notevolmente influenzata dalle scelte compiute in sede di regolamentazione non solo dal legislatore ma soprattutto dall'Autorità di vigilanza che, nell'ambito delle misure di "livello 3", ha introdotto una specifica casistica in materia di *insider trading* proseguendo un duplice obiettivo preventivo e repressivo. Anche a causa della natura di reati tecnici delle fattispecie in esame sono state accentuate le funzioni della CONSOB, non solo nel campo amministrativo ma anche in quello penale, permettendo alla stessa di incidere sulla disciplina sostanziale delle fattispecie penali attraverso "l'individuazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato"²¹⁸ e delle "prassi ammesse", si badi che in tal modo in nessun modo è violato il principio della riserva di legge, in quanto l'autorità di vigilanza si limita a indicare le semplice modalità di commissione degli illeciti nell'ambito di una condotta già definita dal legislatore. Sebbene non vi sia alcuna previsione relativamente al reato di abuso di informazioni privilegiate è indubbio che la CONSOB può condizionare la materia in via indiretta con riferimento alla definizione delle operazioni sospette che devono essere rappresentate all'autorità.

Ciò anche in considerazione della valenza segnaletica degli elementi configuranti gli abusi di mercato indicati nel Titolo *I-bis* della Parte V del TUF, ivi comprendendo non solo la manipolazione del mercato, ma anche l'abuso d'informazioni privilegiate: se alla CONSOB vanno comunicate le operazioni che verosimilmente integrano la fattispecie, e la CONSOB tratteggia dei modelli di operazioni sospette, in vista di un'obbligatoria segnalazione, anche tali modelli acquisiscono indirettamente un'efficacia rappresentativa delle fattispecie d'illecito penale e amministrativo.

Naturalmente dovendosi l'autorità di vigilanza muoversi nel rispetto del principio di riserva di legge, la stessa si limita a fornire agli operatori del mercato semplici indicazioni relative al rischio connesso al trattamento di informazioni privilegiate, specie con riferimento ad alcune condotte che per l'elevato tasso di tecnicismo non sono in grado di far cogliere a tutti gli operatori il disvalore intrinseco delle stesse. L'attività esemplificativa

²¹⁸ *Cfr.* art.187-*ter*, commi quinto e settimo, a tacere della procedura *ex sexto* comma che coinvolge l'Autorità medesima. L'accenno alla manipolazione del mercato è funzionale all'inquadramento della tematica ed allo sviluppo argomentativo: la specifica questione sarà tuttavia sviscerata nel successivo paragrafo.

della CONSOB reagisce anche sotto il profilo soggettivo della fattispecie penale dal momento che è intesa a rafforzare la consapevolezza in merito all'illiceità di specifiche operazioni²¹⁹. La CONSOB si muove in questo ambito secondo le indicazioni del CESR, il predetto organismo ha infatti richiamato l'attenzione su particolari eventi che potrebbero valere in via indiziaria a rappresentare un segnale di *insider trading*. Il CESR non distingue nella trattazione della casistica tra manipolazione del mercato e *insider trading* e riporta a fattori comuni alcuni esempi indicativi della presenza di operazioni sospette. Si fa riferimento in particolare:

1. a una non ordinaria concentrazione avente per oggetto operazioni su particolari strumenti finanziari;
2. a una inusuale ripetizione di operazioni circoscritte tra un numero ridotto di clienti o circoscritte ad un periodo limitato di tempo;
3. un'inusuale concentrazione di operazioni e/o ordini con un solo cliente o con differenti conti di un medesimo cliente.

Si riferiscono, invece, precipuamente alla potenziale commissione di condotte d'*insider trading* le esemplificazioni di casi in cui:

1. il cliente apre un conto e conferisce l'ordine immediato di effettuare con urgenza una operazione di importo consistente oppure, in caso di clienti istituzionali che operano su mercati all'ingrosso, conferisce ordini inusuali o di consistente importo riferiti ad un determinato strumento finanziario;
2. la manovra di investimento condotta o richiesta dal cliente si distingue nettamente dai comportamenti seguiti in passato, ad esempio la vendita di tutto il portafoglio per investire il capitale sottostante in uno specifico strumento finanziario, oppure l'apparentemente ingiustificata richiesta di acquistare titoli di una determinata società, a fronte di una esclusiva attenzione rivolta nel passato ai fondi comuni d'investimento, o ancora una brusca variazione della strategia di investimento, solitamente impostata sul lungo periodo ed ora indirizzata su uno strumento particolare, acquisito appena prima della manifestazione di una notizia *price sensitive* e rivenduto poco dopo;
3. si verifichi una significativa operatività tra azionisti rilevanti o *managers* di una società prima dell'annuncio di un'operazione straordinaria o della conclusione di un

²¹⁹ In questo senso, *cfr.* SEVERINO DI BENEDETTO, *Abuso di informazione privilegiata*, op., cit. 11. Sul generale ruolo svolto dalla CONSOB si vedano anche le considerazioni di RODORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le società*, 7/2005, 813 ss.

importante contratto, operazioni tali da determinare brusche variazioni nelle quotazioni dei titoli prima della divulgazione dell'informazione;

4. il dipendente o il collaboratore di un intermediario finanziario intraprenda sul proprio conto operazioni la cui tempistica determini il sospetto di anticipazioni degli ordini forniti dalla clientela dell'intermediario finanziario sui medesimi titoli²²⁰.

15. *Il divieto di tipping*

Il secondo divieto, previsto dall'art. 184 TUF fa riferimento alla condotta dell'*insider* primario che comunichi a terzi l'informazione privilegiata, si tratta del c.d. *tipping*. Occorre da subito sottolineare che la condotta di *tipping* analogamente a quella di *tuyautage*, su cui ci soffermerà successivamente, solleva non pochi problemi relativamente all'equiparazione della stessa condotta rispetto all'*insider trading* per così dire "tradizionale". Ciò in quanto proprio la comunicazione delle informazioni privilegiate a terzi oppure il consiglio a terzi o al loro induzione a compiere operazioni da parte di chi dispone delle informazioni rende evidentemente meno stretto il legame tra l'*inside information* e chi – soggetto ricevente il *tip* oppure il *tuyau* – dovrebbe trarne vantaggio.

La legge comunitaria del 2004 è intervenuta incisivamente sulla formulazione della disposizione, in quanto mentre la disposizione previgente inibiva la stessa comunicazione in assenza di un giustificato motivo, attualmente la condotta di *tipping* consiste nella trasmissione della notizia "al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio".

Ciò risponde all'esigenza del legislatore che, nell'ambito del rispetto del principio di tassatività, ha inteso delineare la condotta delittuosa in modo maggiormente specifico e dettagliato, perseguendo così una maggiore chiarezza complessiva della normativa *de qua*. Si può invero notare che la maggior specificità nella delineazione della fattispecie ha inciso direttamente sulla struttura del fatto tipico: mentre in passato si vietava qualsiasi comunicazione, salvo poi incidere sull'antigiuridicità della fattispecie grazie all'esimente

²²⁰ Gli esempi del CESR sono stati diffusi con comunicazione CONSOB n. DME/5078692 del 29 nov. 2005, disponibile sul sito ufficiale della CONSOB e allegata al Regolamento Mercati in occasione delle ultime modifiche, ma non trasfusa in esso. L'intenzione originale del maggio 2005 della CONSOB, invece, era di far confluire tali esemplificazioni direttamente nell'apposito allegato V del Regolamento Mercati, come si evince dall'allegato 9 della stessa comunicazione n. DME/5078692. A far desistere l'Autorità da tale intendimento sono state le osservazioni delle Associazioni di categoria, che hanno ipotizzato possibili "confusioni nell'attuazione della disciplina", con riferimento in particolare alle qualificazioni del dolo specifico nei casi di manipolazione del mercato. La CONSOB ha quindi inserito gli esempi del CESR in una comunicazione di carattere generale.

del giustificato motivo²²¹, attraverso il quale venivano considerate lecite alcune condotte, ora è lo stesso fatto tipico a risultare maggiormente circoscritto. Lo stesso risulta, infatti, focalizzato sull'obbligo di cautela, se non proprio di segretezza che vincola i soggetti che trattano l'informazione privilegiata per motivi professionali, funzionali, d'ufficio o lavorativi²²².

Il disvalore del fatto si concentra in tal modo su ogni forma di diffusione della notizia, che fuoriesca dalla normalità della propria professione. Per una maggiore comprensione della condotta vietata valgano, tuttavia, alcune considerazioni, anzitutto è chiaro che il trasferimento dell'informazione privilegiata deve essere diretta a soggetti determinati, non potendo riguardare la collettività in genere, pena il venir meno del carattere privilegiato della notizia, in secondo luogo è del tutto irrilevante per la sussistenza della fattispecie penale che l'*insider* secondario utilizzi la notizia, ossia che la stessa sia sfruttata dal destinatario. La sanzione opera in presenza della dolosa comunicazione, un eventuale utilizzo comporterebbe solo l'applicazione per l'*insider* secondario della sanzioni amministrative. Di conseguenza il *tipper* non può allegare a sua difesa la circostanza per cui il suo *tippee* non ha compiuto operazioni sugli strumenti finanziari a cui inerisce l'informazione qualificata. Potrebbero, invero, sussistere delle complicazioni ove si discutesse di *tipping* e di successivo *tippee trading*, e dovesse fornirsi la prova del *trading* per provare il *tipping*, ma esistesse una difesa in favore del *tippee trader*. Ulteriori complicazioni casistiche sussisterebbero poi a fronte di condotte reiterate soprattutto in caso di possibili responsabilità concorrenti di *tipper* e *tippee* in quanto si verificherebbe un concorso di sanzioni penali e amministrative.

Valga, infine, una considerazione eminentemente pratica ovvero la definizione del criterio di normalità, clausola elastica per non dire valutativa, risulterà non semplice per gli operatori, si può tuttavia affermare che la stessa dovrà essere valutata con riferimento alla funzionalità specifica della comunicazione e facendo riferimento al caso concreto, varranno in tal caso anche considerazioni relative alla personalità del soggetto consistenti nella valutazione della propensione del soggetto a delegare o a sub-delegare determinate attività in senso lato professionali.

Si noti altresì come la riformulazione della fattispecie incida anche sotto il profilo

²²¹ SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, op., cit. 625 s

²²² Per il riferimento all'obbligo di segretezza, cfr: ZANOTTI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, op., cit. 20, che riconosce nella formulazione *de qua* la funzione moralizzatrice rivestita dalle norme sull'*insider trading*. Per quanto attiene i profili contenutistici delle comunicazioni interne tipiche e atipiche, ai sensi rispettivamente dell'art. 184, primo comma, primo periodo, e dell'art. 184, primo comma, lett. b), si rinvia all'approfondimento di MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, op., cit. 1471.

dell'*onus probandi* delle parti: come è noto spetta alla difesa la prova delle esimenti, peraltro era la stessa a cui in passato spettava di provare l'esistenza di un giustificato motivo. Attualmente la modificazione del fatto tipico comporta invece da parte dell'accusa la prova di tutti gli elementi costitutivi del fatto, anormalità inclusa²²³.

In ultimo, occorre soffermarsi sul bene giuridico tutelato dalla fattispecie incriminatrice del *tipping*, come si è in precedenza sottolineato, molteplici sono le opinioni che individuano nelle norme sull'*insider trading* una funzione moralizzatrice del settore economico, si può affermare che nel *tipping* tale volontà del legislatore è spinta fino all'estremo.

Ci si disinteressa di eventuali danni causati al mercato, in quanto del tutto irrilevante risulta lo sfruttamento effettivo dell'informazione da parte dell'*insider* secondario, sembra così emergere una istanza tipica della legislazione statunitense ovvero quella di tutelare il diritto di proprietà dell'informazione. Indipendentemente dalla prospettiva in cui ci si pone circa la determinazione del bene giuridico tutelato ciò che appare maggiormente rilevante è il limite che è opportuno fissare al fine di evitare di punire situazioni causali di vantaggio e ciò si avrà attraverso la valorizzazione dell'elemento soggettivo da una parte e la qualificazione come reato proprio dall'altra.

16. I divieti di *tuyautage*

Il termine di origine francese *tuyautage* (letteralmente intubamento) si riferisce alla fattispecie concernente il divieto di raccomandare o alternativamente indurre altri alle condotte di *trading* in senso stretto. Anche la fattispecie *de quo* risulta modificata rispetto alla disposizione previgente con il quale si puniva il mero consigliare. Sotto il profilo del diritto penale intertemporale si può agevolmente osservare che la previsione di due condotte al posto di una non pare dar luogo ad una nuova fattispecie incriminatrice, si tratta semplicemente di due aspetti che attengono pur sempre alla attività di consigliare. L'induzione si sostanzia in un effetto condizionante dell'altrui volontà e la raccomandazione implica comunque una partecipazione dell'agente ad accreditare il proprio suggerimento. Si è quindi dell'opinione che sul piano intertemporale la nuova previsione possa sortire semmai l'effetto di una parziale *abolitio criminis*²²⁴.

Appare opportuno soffermarsi separatamente sulle due condotte che costituiscono gli

²²³ PALIERO, «*Market abuse*» e *legislazione penale*, op., cit. 810. Secondo l'autore la modifica normativa comporta "una corretta riallocazione degli oneri probatori in capo all'accusa: non sarà più possibile "costringere" l'indagato - non solo a provare, ma neppure ad "allegare" per usare un ipocrita eufemismo - i motivi giustificanti".

²²⁴ Contra PALIERO, *La nuova disciplina*, op., cit. 8 s.

elementi costitutivi del reato di *tuyautage* ovvero la raccomandazione e l'induzione. Per quanto concerne la raccomandazione si tratta per così dire di una "soffiata" avente ad oggetto l'operazione da compiere, sebbene non accompagnata dalla motivazione consistente nella rivelazione delle informazioni al destinatario, elemento che lo distingue dal *tipping*²²⁵.

Ci si potrebbe chiedere, volendo provare a delineare alcune ipotesi di applicazione della norma se rientra nell'ambito della condotta ora illustrata il caso di raccomandazione sfavorevole al destinatario ossia la raccomandazione di effettuare operazioni di segno contrario a quello che logicamente l'informazione indurrebbe a compiere se conosciuta o se siffatta situazione debba piuttosto essere ricondotta entro la manipolazione del mercato. Considerando che la disposizione fa riferimento solo alla raccomandazione senza indicazione se la stessa debba essere favorevole o sfavorevole in nessuno modo ci si scontra con il divieto di analogia in *malam partem* precluso nel diritto penale.

Più corretto sarebbe distinguere il caso del *tuyau* isolato, che si potrebbe anche ricondurre al *tuyautage*, dall'ipotesi in cui lo stesso s'inserisca nell'ambito di uno schema delittuoso diretto nei confronti di più persone, proprio la complessità delle operazioni dovrebbe svalutare i consigli in sé e farli considerare come artifici e raggiri, e quindi riportare forse l'ipotesi in esame nel diverso ambito della manipolazione del mercato.

Rimane comunque al di fuori della fattispecie criminosa il c.d. *insider non trading*²²⁶ ovvero il "non" raccomandare o indurre altri a non compiere operazioni concernenti strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate. Atteso, infatti, la specifica previsione della norma che richiede la raccomandazione o l'induzione al compimento di un'operazione di *trading* una diversa interpretazione configgerebbe con il divieto di analogia in *malam partem* nel diritto penale.

Per quanto concerne invece la seconda attività sanzionata ossia l'induzione, appare logico ipotizzare che si tratti di una previsione ancillare rispetto ai divieti d'*insider trading* indiretto o per interposta persona. In realtà la nozione d'induzione pare nel reato di specie essere impropriamente usata se solo si da uno sguardo alla medesima nel diritto penale. Il diritto penale interno conosce, infatti, più tipi di reato in cui uno degli elementi costitutivi è l'induzione di terzi, intendendosi come forzatura della volontà altrui. Ebbene nella fattispecie in commento tale valenza coercitiva non risulta affatto necessaria per il perfezionamento del reato.

²²⁵ Così ZANOTTI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, op., cit. 21.

²²⁶ Cfr. considerazioni espresse in merito all'*insider no trading* di SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit. 136 ss.

Alcune ultime osservazioni conseguono alla diversa natura dei reati in commento, al soggetto consigliato o indotto ed al tentativo. Se chi riceve il *tuyau* non gli dà seguito, difficilmente si verrà a scoprire il reato ancorché come si è già in precedenza ricordato non si richiede alcun comportamento del *tuyautèe* per perfezionare il reato. Con l'aggiunta del *tuyautage* colposo, vietato solo in via amministrativa è quindi probabile che la norma possa ricevere applicazione effettiva unicamente in casi di reiterate violazioni *ex art. 184, co. 1, TUF*. Qualche perplessità pratica esiste rispetto al delitto di *tuyautage* mediante consiglio tentato, dovrebbe per ammettersi il tentativo che si tratti di un consiglio complesso, di modo che la condotta possa articolarsi in più frazioni. Ancora più difficile sarebbe delineare il tentativo nell'induzione, in altri termini, senza la condotta del terzo il reato non dovrebbe intendersi perfezionato.

17. L'elemento psicologico

Come già ricordato con riferimento alla condotta d'*insider trading* in senso stretto il TUF richiede per la perfezione della fattispecie delittuosa la sola sussistenza del dolo generico, tale scelta legislativa è giustificata dal fatto che chi opera in borsa è sempre mosso dallo scopo di perseguire un profitto sia esso diretto o indiretto, a breve o a lungo termine. L'intento lucrativo è quindi immanente nella condotta di *trading* di modo che non può costituire oggetto di dolo specifico²²⁷. Pertanto basta per il delitto d'*insider trading* il dolo generico che consistente in un rapporto di causalità psicologica tra il vantaggio conoscitivo e l'operazione borsistica, effettuata appunto utilizzando l'informazione privilegiata, di cui si conoscono precisione e *price sensitivity*.

Ciò porta ad escludere la rilevanza penale di situazione in cui l'agente in possesso dell'informazione privilegiata si sia determinato al suo utilizzo in base ad altri motivi²²⁸. Risulta *ictu oculi* la difficoltà dell'onere probatorio da parte dell'accusa e tuttavia questo non può portare all'uso della odiosa categoria del *dolo in re ipsa*, facendo conseguire la

²²⁷ In questo senso, tra gli altri, SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, op., cit. 229.

²²⁸ L'art. 2, par. 3 della Direttiva n. 6/2003 ha espressamente previsto un particolare caso di non operatività dei divieti d'*insider trading*. Recita l'articolo richiamato "il presente articolo non si applica alle operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari diventato esigibile, quando quest'obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona interessata fosse in possesso di una informazione privilegiata". Tale esimente non è stata richiamata dalla disciplina odierna, ma non pare che tale omissione possa incidere negativamente sul soggetto che opera sotto la normativa italiana, in quanto l'ipotesi in cui una operazione ordinata prima venga eseguita cronologicamente dopo che la persona cui essa è riferibile sia venuta in possesso di informazioni privilegiate rientra proprio tra le situazioni che escludono l'utilizzo delle informazioni da parte dell'agente, dal momento che le sue scelte decisionali hanno preceduto il possesso dell'informazione.

responsabilità del soggetto al mero possesso della informazione o addirittura alla funzione ricoperta. Nella prassi l'accusa per provare l'utilizzo effettivo dell'informazione privilegiata si serve d'indici c.d. di allarme, ovvero indizi oggettivi inerenti alla notizia o che hanno riguardo alle qualità personali dell'agente o ancora alle modalità specifiche della condotta. Per quanto concerne la condotta di *tipping* anche in questo caso la norma si accontenta del dolo generico, ovvero è sufficiente la coscienza e volontà dell'agente sia di rivelare l'informazione ad altri sia di farlo al di fuori del normale esercizio della propria attività. Ne consegue che la fattispecie delittuosa in esame non si realizzerà nel caso in cui l'informazione sia "carpita" da terzi a meno che non si tratti di una fattispecie riconducibile al dolo eventuale. Si pensi all'esempio, sovente riportato dalla dottrina, di una conversazione interna tra un *insider* ed un altro avente ad oggetto notizie precise e *price sensitivity*, qualora il soggetto attivo alzi la voce eccessivamente, accettando il rischio di essere ascoltato da terzi. Un discorso analogo può essere affrontato per le condotte di *tuyautage*. Anche in questo caso la fattispecie criminosa è punita a titolo di dolo generico: l'*insider* primario deve aver consapevolezza di "indurre" o "raccomandare" altri al compimento di operazioni e deve essere provato che egli si sia basato sulle informazioni privilegiate possedute.

18. *Segue: approfondimenti sull'elemento psicologico con specifico riferimento al reato d'insider trading*

Come si è avuto modo di precisare il legislatore italiano, pur nell'ambito della libertà da parte della normativa europea di riportare la condotta colposa degli *insider* all'interno della fattispecie penale, ha voluto circoscrivere l'ambito di applicazione di quest'ultima alla sole condotte dolose.

Per la responsabilità penale si richiede il dolo generico, non essendo necessario l'esistenza del dolo specifico, basterà pertanto la conoscenza da parte del soggetto attivo dell'effettuazione dell'operazione mentre era a conoscenza di informazioni privilegiate relative agli strumenti finanziari oggetto della operazione medesima.

Un'illustre dottrina²²⁹ facendo proprie le conclusioni di cui sopra osservava che "sul piano applicativo graverà ora sull'accusa lo sforzo di dimostrare il collegamento motivazionale della decisione di effettuare l'operazione vietata con l'informazione privilegiata della quale l'agente era in possesso; però poi concedendo all'accusa il fatto che già la direttiva del 1989 offriva un aiuto nel senso che il pubblico ministero avrebbe dovuto solamente

²²⁹ MUCCIARELLI, *L'insider trading*, op., cit. 950 ss.

provare l'accertamento della insussistenza di una motivazione diversa dell'operazione dal possesso dell'informazione e detto accertamento non sarebbe stato vinto dalla semplice allegazione da parte del possessore dell'informazione di ragioni differenti che lo abbiano indotto a compiere l'operazione sospettata: sarà ovviamente necessaria una pur minima documentazione o, almeno, la prospettazione di spiegazioni che facciano apparire maggiormente plausibile sul piano razionale la enunciata differente ragione".

Oggi la medesima dottrina²³⁰ ritiene che la scelta del verbo utilizzare comporti "un collegamento motivazionale tra le informazioni privilegiate e la scelta operativa in maniera più forte di quanto esprimeva il verbo avvalersi".

19. *La peculiarità dei reati commessi dagli insider criminali*

L'art. 184, co. 2, TUF introduce una nuova categoria di reati di cui si è accennato nella trattazione dei diversi *insider*: quella del soggetto attivo che commetta un reato d'*insider trading* avendo ottenuto le informazioni con modalità illecite. I casi previsti sono due: l'apprensione delle informazioni in seguito al compimento di un delitto oppure nel corso della preparazione della condotta delittuosa. In via esemplificativa chi, a seguito di un furto rinvenga delle informazioni privilegiate e poi ne faccia uso, sarà punibile sia per il furto sia per il reato di *insider*²³¹. Ma lo sarebbe anche chi commetta una contravvenzione per preparare un delitto ed in tale occasione apprenda e quindi utilizzi le informazioni nel compimento di operazioni. E' evidente che nei casi illustrati si potrebbe lungamente intrattenersi con la diatriba se l'informazione privilegiate costituisca oggetto di furto, considerato che l'utilizzo delle informazioni in qualche modo ne implica il riconoscimento come privilegiate da parte del soggetto agente a cui quindi ben può attribuirsi il fine del profitto nel loro uso. In particolare potrebbe essere interessante verificare come il reato presupposto possa interagire con quello d'*insider trading*, si pensi ai casi di procedibilità per querela di parte o alla mancanza di un elemento costitutivo del reato, o finanche all'ipotesi di reato impossibile con riferimento al reato base, cosa succederà al reato di *insider trading*? A parere di chi scrive posto che il reato base funge da presupposto per la condotta d'*insider trading* occorrerà che tale reato risulti agli atti almeno nei suoi elementi astratti, ne consegue che dovrà escludersi il reato di *insider trading* in presenza di deficienze strutturali del reato base, mentre lo stesso sarà ammesso laddove si tratti di meri

²³⁰ *idem*

²³¹ Salva ogni valutazione sull'applicazione delle norme in tema di concorso di reati per cui si rinvia a ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale- parte generale*, op., cit. 515.

vizi di procedibilità.

La reale preoccupazione normativa che sta alla base di tali fattispecie criminose è quello di reprimere i reati finanziari e tra essi quelli informatici e ancora di più operazioni astrattamente non punibili penalmente, ma che perseguono lo scopo di finanziare il terrorismo²³². Ed ecco che la normativa in tema di *market abuse* diviene ausiliaria nel punire condotte la cui pericolosità sociale è ben più elevata. Come sostiene autorevole dottrina²³³ la disposizione è in realtà diretta “a colpire qualsiasi tipologia delittuosa la cui preparazione o esecuzione dia vita essa stessa ad una informazione privilegiata”.

20. Il concorso dell'*extraneus* nel reato di *insider trading*

Come più volte ricordato la riformulazione della fattispecie incriminatrice di abuso d'informazione privilegiate ha depenalizzato la condotta degli *insider* c.d. secondari, di modo che attualmente gli stessi sono unicamente soggetti alla sanzioni amministrative. Il legislatore ha, infatti, voluto valorizzare la connessione funzionale esistente tra l'attività svolta dall'*insider* e l'informazione privilegiata, limitando così l'area dei soggetti attivi del delitto d'*insider trading* a coloro che per ragioni di ufficio, professionali, istituzionali o criminali vengano in contatto diretto con informazioni *price sensitive*, escludendo in tal modo ogni rilievo penale dell'acquisizione accidentale o occasionale di informazioni privilegiate.

Integra, pertanto, solo un illecito amministrativo la condotta di c.d. *tippee trading* ovvero del percettore della informazione privilegiata che, consapevole della sua provenienza illecita, a sua volta, la utilizzi a fini speculativi.

Anche in tal mutato contesto normativo, gli artt. 184 e 187 TUF non esauriscono affatto il novero dei soggetti attivi giusta la clausola estensiva rappresentata dall'art. 110 c.p. che consente di arricchire il numero dei soggetti punibili ai sensi dell'art. 184 TUF ricomprendevi quelli che, sia pur privi della qualifica soggettiva richiesta dalla legge, abbiano quantunque posto in essere condotte che si traducano in un contributo morale o materiale alla commissione del delitto dal parte dell'*insider* primario.

²³² BELLACOSA, “*Insider trading*”, *manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *dir. prat. soc.*, 2005, n. 11, 20 ss. MARTIELLO “*Market Abuse*” e *profili di responsabilità penale individuale*, in *dir. prat., soc.*, 2006, n. 6, 38 ss.

²³³ MUCCIARELLI, *L'insider trading*, op., cit. 950 ss.

21. *Le sanzioni amministrative*

Come già accennato l'ordinamento italiano prevede a fianco della sanzione penale quella amministrativa per l'abuso di informazioni privilegiate. E' bene da subito precisare che il legislatore italiano in materia di sanzioni amministrative si è mosso pienamente nel rispetto della direttiva 2003/6/CE nella quale sono, infatti, calibrati precisi obiettivi per l'adozione, da parte degli Stati membri, di uno strumento amministrativo il più possibile omogeneo, equilibrato ed efficace. Il sistema normativo dell'Unione, al fine di raggiungere la massima armonizzazione, applica il principio del minimo comune denominatore che nel caso di specie significa riferirsi in prima istanza al più diffuso e meno invasivo sistema di sanzione amministrative. Dal momento poi che il legislatore comunitario non si occupa delle sanzioni penali né ha inteso interferire nella politica nazionale di repressione criminale non si è frapposto alcun ostacolo alla previsione di sanzioni penale come testimonia l'*incipit* dell'art. 14 della direttiva 6/2003, in cui è "fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali". Il sistema italiano risulta estremamente originale: da un lato il legislatore non ha voluto rinunciare alla sanzione penale, già comunque prevista per tale fenomeno, ma dall'altra, nell'ottica di un doppio binario, ha introdotto un illecito amministrativo, articolato nella triplice condotta di *trading* in senso stretto, *tipping* e *tuyautage*. La differenza più rilevante è che le sanzioni amministrative che sono completamente ritagliate sull'illecito penale si applicano anche ai c.d. *insider* secondari non più compresi, a differenza del passato tra i soggetti attivi dei corrispondenti reati. Logica conseguenza di questa scelta di sistema è stata l'*abolitio criminis* per i fatti penalmente rilevanti commessi dagli *insider* secondari nel vigore della previgente disciplina. La repressione dell'attività d'*insider trading* si assesta, pertanto a norma dell'art. 187-bis, per gli *insider* secondari esclusivamente su un piano amministrativo, in ragione del minor disvalore attribuito alla condotta di chi non sfrutta una notizia detenuta fisiologicamente dal vero *insider* e appresa solo in un secondo momento. Rispetto al passato, al divieto degli *insider* secondari di compiere operazioni, l'attuale art. 180 TUF, aggiunge quello di non divulgare l'informazione ottenuta e di non consigliare a terzi operazioni che ne siano conseguenza. Il sistema è pertanto concentrato a reprimere il "possesso" della notizia, non rilevando né le modalità, né la fonte di provenienza, che a questo punto può identificarsi tanto da una notizia data da un *insider* primario, quanto da altri *insider* secondari (dando così luogo ad un *insider trading* a catena) consapevoli o meno della trasmissione, diretta o mediata che sia. Di fronte all'espansione illimitata della fattispecie il legislatore è stato obbligato a stabilire il confine, che è individuabile

nell'elemento soggettivo della fattispecie criminosa; la norma, infatti, non richiede una piena consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione basta una riconoscibilità potenziale ovvero che l'informazione possa dirsi privilegiata "in base ad ordinaria diligenza".

Il parametro di riferimento è dunque costituito dell'operatore medio. In tal modo il campo d'indagine dell'interprete (*rectius* il giudice) risulta assai semplificato dal momento che alla luce del parametro richiamato: è verosimile immaginare che il soggetto investito di specifiche funzioni sarà, naturalmente, anche a conoscenza della natura privilegiata dell'informazione o la mancata conoscenza sarà comunque da ricondurre alla sua negligenza. Per come strutturato quindi l'illecito amministrativo è in grado di coprire condotte non solo dolose ma anche colpose. La trattazione dell'elemento soggettivo a proposito degli *insider* secondari fornisce lo spunto per rilevare un disallineamento tra la fattispecie criminale e la disciplina dell'art. 187-*bis* TUF. La disposizione da ultimo citata con riferimento agli *insider* primari, stabilisce i medesimi divieti presi in considerazione dall'art. 184 TUF, con eccezione dell'elemento soggettivo che come si ricorderà è riferito per quanto concerne gli *insider* primari al dolo, in luogo degli *insider* secondari per cui è sufficiente la colpa. Nonostante ciò la condotta tipica sanzionata risulta essere la medesima. E' poi da vedere in concreto come si possa verificare una siffatta ipotesi: si può, infatti, immaginare un atteggiamento colposo in relazione a condotte di *tipping* e *tuyautage*, ma difficilmente per il *trading* in senso stretto. Si pensi al caso dell'errore sulla qualità dell'*insider* secondario, se un amministratore, ad esempio, comunica la notizia di un'imminente fusione aziendale a quello che crede un dipendente della società, licenziato per giusta causa qualche giorno prima (circostanza ampiamente discussa in consiglio d'amministrazione), ritenendo quindi che ciò rientri nel normale esercizio della funzione, potrebbe configurarsi una condotta di *tipping* colposa, nella considerazione che l'errore sulle qualità personali del *tippee* è determinato da colpa. Non è invece così semplice immaginare una condotta colposa di *trading*: la colposa ignoranza del carattere privilegiato dell'informazione è da escludere in partenza perché ancorata al rapporto funzionale tra la carica rivestita dall'*insider* e la natura della notizia. Il compimento dell'operazione poi, deve essere quantomeno cosciente e volontario: non basta riferirsi all'esempio di scuola dell'acquisto *on line* di un titolo (di cui l'amministratore immagina il sicuro rialzo a seguito delle notizie apprese nel corso della giornata), compiuto durante un'escursione notturna indotta da sonnambulismo, dal momento che in una simile evenienza non si può dire che la condotta sia colposa, in tal caso che ciò che viene meno è proprio la *suitas*. Si

potrebbe forse spingersi ancora più in là con la fantasia per immaginarsi il caso in cui un simile episodio si sia già verificato altre volte, potendosi in tal caso pensare ad una condotta colposa.

Dal momento che, come si è già riferito, si tratta di condotte materialmente identiche, fatto salvo il profilo soggettivo escludendo le ipotesi in cui trova applicazione esclusiva l'illecito amministrativo è indubbio che si verificherà nella maggior parte delle ipotesi un concorso di norme, ovvero i fatti saranno inquadrabili in entrambe le fattispecie, delittuosa e amministrativa, ivi inclusa l'ipotesi del tentativo. In tale evenienza dovrebbe venire in aiuto il principio di specialità, che costituisce il criterio cardine per dirimere il concorso apparente di norme, e tuttavia in tale ipotesi quest'ultimo non risulta applicabile, il principio di specialità opera infatti allorché una norma presenti elementi specializzanti non posseduti dall'altra, di modo che la norma speciale e quella generale si presentino come cerchi concentrici, in cui la norma speciale racchiude in sé la norma generale e gli elementi specializzanti. Naturalmente tale operazione è inutile nel caso di specie stante l'impossibilità di individuare un elemento specializzante tra coppie di norme del tutto identiche. Ancorché tale conclusione contrasti con i principi generali dell'ordinamento non resta che arrendersi all'evidenza del dato positivo che postula un cumulo sanzionatorio, ossia l'applicazione tanto della sanzione criminale quanto di quella amministrativa per il medesimo fatto di abuso di informazioni privilegiate. In questa direzione depone in primo luogo il tenore letterale dell'*incipit* dell'art. 187-*bis*, che fa "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", formula che attesta unicamente la volontà di non interferire nell'applicazione della norma sanzionatoria penale, quando applicabile, senza determinare l'effetto di escluderla in presenza della sanzione amministrativa. Ben diverso sarebbe stato se il legislatore si fosse (opportunamente) espresso con la classica e consueta clausola "salvo che il fatto costituisca reato", escludendo in tal modo ulteriori forme di punibilità.

Le medesime conclusioni sono suffragate dal fatto che la novella legislativa da un lato ha introdotto un rapporto d'indipendenza tra i procedimenti penale e amministrativi, dall'altro abbia previsto una particolare ipotesi di cumulo giuridico delle sanzioni di carattere pecuniario, ma senza affrontare il problema del cumulo materiale tra la sanzione penale detentiva e la sanzione pecuniaria amministrativa.

22. Il trattamento sanzionatorio

Per quanto concerne la disciplina sanzionatoria, negli ultimi anni si è assistito ad un incrementarsi del rigore punitivo, la previgente disciplina prevedeva infatti la pena della reclusione fino ad un anno, a seguito degli scandali finanziari degli ultimi anni, la legge comunitaria del 2004 ha fissato la pena della reclusione da uno a sei anni e della multa da ventimila a tre milioni di euro, cui si aggiungono, nei termini analizzati, le sanzioni amministrative pecuniarie per cifre comprese tra i medesimi ventimila e tre milioni di euro, con possibilità di aumentare, nei casi più rilevanti, multa e sanzione amministrativa pecuniaria fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto del reato.

Il TUF ha poi apportato un ulteriore inasprimento raddoppiando le pene e quintuplicando le sanzioni amministrative pecuniarie. A quanto detto si aggiunga che non è più prevista l'oblazione per le sanzioni amministrative pecuniarie e che le nuove disposizioni prevedono pene accessorie correlate alle sanzioni penali e sanzioni accessorie conseguenti alle sanzioni amministrative pecuniarie, non si devono poi dimenticare i profili della responsabilità c.d. amministrativa dell'ente estesa anche alle condotte di abuso d'informazioni privilegiate. Al di là degli interventi legislativi sulle sanzioni per i delitti, nell'art. 184, co. 1, compare un dato del tutto innovativo: il minimo edittale anche per la pena detentiva, si tratta di una novità assoluta rispetto alle passate normative. Risulta confermata poi dall'attuale normativa, l'applicazione del doppio binario, ovvero l'applicazione congiunta di entrambi i tipi di pene principali previste: detentiva e pecuniaria. In forza del successivo comma 3 del medesimo articolo è attribuito al giudice un potere di commisurazione della pena pecuniaria, nel senso del loro incremento oltre il massimo fissato della norma, alla effettiva portata delle violazioni ovvero alla qualifica del soggetto attivo. Si ricordi comunque che, in ragione della discrezionalità del giudice, il verificarsi dell'evento non impone l'applicazione delle circostanze aggravanti.

I livelli punitivi estremamente severi del sistema sanzionatorio impongono una serie di riflessioni dal momento che si tratta di una anomalia per il diritto penale dell'economia che per anni è stato caratterizzato da una particolare morbidezza nei confronti dei reati commessi dai c.d. colletti bianchi. L'apparato sanzionatorio, mercé la sanzione penale, si presenta, infatti, come un blocco monolitico che risponde con la medesima rigidità ad una varietà di situazione che non presentano tutte il medesimo disvalore. Sotto tale profilo sembra eccessivo lo spazio attribuito al potere giudiziario, la graduazione tra un minimo e

un massimo della pena è finalizzata a prendere in considerazione altri elementi di certo non il disvalore della fattispecie che deve essere valutata in astratto dal legislatore il quale dovrà poi predeterminare la sanzione in astratto, rispettando la coerenza di sistema. Purtroppo come soventemente evidenziato nella trattazione la coerenza sistematica sembra incrinata dalla scelta di operare una equiparazione sanzionatoria a livello sia penale che amministrativo delle tre condotte tipiche di *insider trading*, quando già *ictu oculi* si comprende che il *trading* in senso stretto è generalmente più grave in quanto si influisce realmente sul mercato e non ci si limita semplicemente ad una violazione delle regole del gioco, mentre *tipping* e *tuyautage* prescindono del tutto da un contatto effettivo con il mercato.

A parere di chi scrive non si può obiettare che tale rigidità del sistema sarebbe da valutare positivamente perché tronca in *toto* ogni possibilità di abuso, compreso il rischio delle condotte illecite a catena. Per perseguire tale scopo il legislatore dispone, infatti, di altri strumenti, primi tra tutti le sanzioni amministrative ed eventualmente il risarcimento del danno *ex* 2043 c.c. Seguire tale logica attraverso la sanzione penale è una operazione estremamente pericolosa in quanto si dà vita ad una serie di norme volte a prevedere reati c.d. di ostacolo in presenza di condotte non realmente pericolose per la concorrenza del mercato, ed usando la sanzione penale per perseguire una aspirazione moralizzatrice delle condotte dei soggetti. La mancanza di una corretta individuazione dell'offensività delle condotte abusive rende poi necessaria l'intervento del giudice nell'applicazione delle circostanze, non solo per la graduazione della pena, ma proprio per l'individuazione della condotta offensiva, che non è un compito che può iscriversi al giudice, se prima il legislatore non ritenga di individuare tra le varie condotte presenti nella realtà naturalistica quelle realmente offensive (principio di frammentarietà). Se poi si volesse continuare sulla linea della graduazione del disvalore della condotta si potrebbe anche affermare che il *tuyautage* ha un disvalore maggiore rispetto al *tipping*, in quanto più finalizzato ad un esito di *trading*, presentando una maggiore partecipazione dell'*insider* primario. Non sussiste, quindi, sotto un profilo astratto di previsione normativa alcuna distinzione fra i vari tipi di condotte vietate onde per esempio potrebbe subire la medesima condanna l'*insider* che abbia direttamente sfruttato l'informazione per proprio *trading*, colui che ha compiuto una operazione con dolo "per conto di terzi" e colui che abbia semplicemente raccomandato ad altri il compimento di una operazione anche qualora il destinatario del *tuyau* non lo abbia poi realizzata.

Degno di apprezzamento, sotto il profilo del principio di meritevolezza della pena è, invece, la scelta di attribuire minore potenzialità offensiva ai fatti degli *insider* secondari anche se il trattamento amministrativo per gli stessi previsto avrebbe potuto differenziare la sanzione facendo perno sull'elemento soggettivo e non trattare, ovviamente con riferimento agli *insider* secondari, nello stesso modo condotte dolose e colpose.

23. *Segue: la confisca e le colonne d'eroe della Corte Costituzionale*

Come si ricorderà la principale misura accessoria prevista in materia di abusi di mercato è la confisca, prevista dall'art. 187-*sexies*, co. 1 e 2, che si atteggia come obbligatoria nei casi di illeciti amministrativi. Il predetto articolo prevede per l'appunto che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie importi sempre la confisca del prodotto, del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito e che, ove la confisca non possa essere eseguita direttamente, essa debba avere obbligatoriamente luogo su "denaro, beni o altre utilità di valore equivalente". La disposizione in commento che è stato oggetto di questione di costituzionalità fornisce all'interprete l'occasione, se pur brevemente, di interrogarsi sui limiti e profili dell'intervento della Corte Costituzionale in materia penale *sub specie* di controllo sulla proporzionalità della pena, ciò proprio alla luce della problematica relativa all'equivalenza sanzionatoria tra condotte aventi un disvalore differente, osservata nel precedente paragrafo. Di modo che la tematica è importante sotto due profili: comprendere l'opinione del Giudice delle leggi qualora in futuro venisse sollevata la questione di costituzionalità delle norme in materia di *insider trading* e in secondo luogo per la problematica di adattare la confisca per equivalente alle leggi economiche, in considerazione dei molteplici casi di sequestro finalizzati alla confisca per equivalente che sono tuttora presenti nelle aule di giustizia italiane.

La questione di costituzionalità concernente la norma in esame aveva ad oggetto l'irragionevolezza della obbligatorietà della confisca, specie con riferimento ai beni utilizzati per commettere l'illecito, dal momento che la disposizione giunge così a stabilire, nell'impostazione del giudice rimettente, un regime più severo per gli illeciti amministrativi di abuso di mercato rispetto a quello previsto per i corrispondenti delitti (ove solo nell'art. 187-*sexies* del TUF e non anche nel precedente art. 187, si prevede che la confisca debba essere "sempre" disposta), ed a prevedere come obbligatoria la confisca dei beni strumentali in rapporto a semplici illeciti amministrativi, quando invece le cose utilizzate per commettere reati sono soggette, in via generale, a confisca solo facoltativa, ai

sensi dell'art. 240 c.p. L'ordinanza di rimessione metteva in luce altresì la palese sproporzione fra l'ammontare, pur rilevante, della sanzione amministrativa pecuniaria edittale, prevista per gli abusi di mercato (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato), e le conseguenze economiche che possono derivare dalla sanzione di cui si discute, che “nella sua automaticità” resta “totalmente disancorata dalla concreta gravità della violazione” e non consente al giudice alcuna graduazione, potendosi verificare la situazione non infrequente per cui “al conseguimento di un profitto non particolarmente ingente si accompagni l'utilizzazione di mezzi economici – e, dunque, di valori da confiscare obbligatoriamente – per importi molto consistenti e, soprattutto, totalmente disancorati dal rapporto di proporzione con il profitto stesso”. In estrema sintesi la norma sarebbe irragionevole in quanto i mezzi impiegati per commettere i reati potrebbero avere un valore di molto superiore al profitto realizzato, nel caso oggetto dell'ordinanza di rimessione ad esempio la somma di denaro impiegata per acquistare le azioni cui si riferivano le azioni privilegiate era pari a euro 19.255.857, mentre il profitto realizzato tramite la vendita delle azioni era pari a euro 1.467.474.

Sotto questo profilo la norma censurata si porrebbe in contrasto tanto con l'art. 3 Cost., per la palese irragionevolezza della sanzione comminata; quanto con l'art. 27 Cost., per violazione del principio di proporzionalità, da reputare riferibile anche alle sanzioni amministrative. I diversi profili di ragionevolezza apparivano pertanto tutti meritevoli di considerazione senonché nel caso di specie il vaglio di merito della Corte Costituzionale è stato precluso dalla mancata formulazione, da parte del remittente, di un *petitum* dotato dei necessari requisiti di chiarezza ed univocità, tale carenza rendendo – per giurisprudenza costante della Corte – la questione inammissibile (Corte cost. n. 186 del 2011). Appare, comunque, necessario in tal sede cercare di ipotizzare la soluzione che la Corte Costituzionale avrebbe dato qualora non vi fosse stata la declaratoria d'inammissibilità. Ciò perché in futuro un altro giudice potrebbe sollevare la medesima questione di costituzionalità stavolta con la presenza di tutti i necessari requisiti per prevenire a una decisione di merito.

La tematica investe invero la problematica, correlata al principio di riserva di legge, concernente i poteri della Corte costituzionale in materia di proporzionalità delle pene. Nello specifico, ci si chiede se il vaglio di ragionevolezza sulla proporzionalità della pena possa essere effettuato dalla Corte costituzionale senza influire sulle scelte di politica criminale che costituiscono prerogativa del legislatore. Invero nell'analisi della giurisprudenza più recente non si rintracciano decisioni di accoglimento basate sul

principio di ragionevolezza o sul principio di proporzione con riferimento al sindacato inerente all'equilibrio sanzionatorio di singole fattispecie punitive.

Tuttavia, l'espresso rilievo che il principio di proporzionalità della pena ha trovato riconoscimento nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, ove all'art. 49, terzo comma, si stabilisce che "l'intensità delle pene non deve essere sproporzionata rispetto al reato" dovrebbe attenuare la referenza che ancora la Corte Costituzionale dimostra in quest'ambito rispetto alle scelte discrezionali del legislatore o quanto meno l'uso di sentenze interpretative dirette ad usare come criterio ermeneutico il principio di proporzionalità in modo non dissimile a quello che accade con il principio di offensività. Attualmente, la giurisprudenza non ha tuttavia mostrato di condividere tale ultima impostazione, almeno per quanto concerne la confisca per equivalente. A dire il vero la sentenza della Cassazione²³⁴ di cui subito si dirà, che riguarda più precisamente un sequestro finalizzato alla confisca per equivalente, non dimentica il principio di proporzionalità della pena bensì ritiene che la confisca per equivalente, di cui la natura sanzionatoria è oramai *ius receptum*, sia conforme alle intenzioni punitive del legislatore. I giudici di Piazza Cavour non sollevano così la questione di legittimità costituzionale, proprio perché ritengono rispettato il principio di proporzionalità. In particolare, gli ermellini sono chiamati a decidere su una sentenza del Tribunale del Riesame di Milano di conferma di un sequestro preventivo finalizzato alla confisca di una somma pari ad oltre 1 milione di euro, consistente all'equivalente della somma impiegata per compiere alcune operazioni di *insider trading* da parte del dirigente di una società. In considerazione della natura sanzionatoria della confisca, il ricorrente lamentava l'illegittimità costituzionale dell'art. 187 TUF, poiché il medesimo invece di prevedere la confisca per equivalente delle sole plusvalenze realizzate con la condotta illecita, consente di spingere il sequestro e la successiva confisca sino all'ammontare del capitale investito per l'operazione. Si presenta, dunque alla Cassazione la medesima questione rimessa alla Corte costituzionale. Il ricorrente, metteva, infatti, in evidenza come, anche di fronte ad un profitto assolutamente modesto conseguito con il reato, potesse ipotizzarsi il sequestro e la confisca per equivalente di somme ingentissime, poiché rapportate non al profitto conseguito e, dunque, alla gravità del fatto, ma alle somme investite per compiere l'operazione.

La Corte di Cassazione, pur ritenendo corretto l'assunto del ricorrente circa la natura sanzionatoria della confisca, rigetta integralmente il ricorso. Per la Suprema Corte lo scopo

²³⁴ Cass. IV sez. 13 marzo 2012, n. 28846, in *Diritto e Giustizia* con commento di FONTANA, *Insider trading: legittimo il sequestro del patrimonio usato per la speculazione*, op., cit.

della norma è quello “di tutelare il mercato da operazioni speculative connotate da una tanto maggior gravità quante sono maggiori le risorse utilizzate dallo spregiudicato investitore, gravità dunque che non è solo rapportata alla grandezza del profitto conseguito dalla operazione”. Alla luce di tale considerazione è del tutto conforme alla *ratio* della norma, oltre che ai dettati costituzionali, che si proceda al sequestro preventivo finalizzato alla confisca per equivalente di somme non solo pari al profitto conseguito con l’operazione, ma anche alle somme investite per realizzare l’operazione medesima.

PARAGRAFO II

IL REATO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

1. *Introduzione al paragrafo*

Il mercato finanziario o meglio il suo corretto funzionamento può essere esposto a molteplici situazioni di rischio, poste in essere da variegate condotte che rappresentano come elemento comune il carattere delle frode. In tal modo si minano, analogamente a quanto avviene con le condotte di *insider*²³⁵, i caratteri di trasparenza e di attendibilità del mercato, in quanto si tratta pur sempre di comportamenti che hanno come finalità ultima quella di alterare il prezzo dei titoli finanziari, ma nelle condotte di manipolazione del mercato ciò avviene non grazie al possesso di una notizia prima che la stessa arrivi a conoscenza della generalità degli investitori ma attraverso una condotta diretta ad alterare artificiosamente il prezzo dei valori mobiliari scambiati sui mercati finanziari. Condotte, come si diceva, fondate sull'elemento frode²³⁶ e che genericamente vengono riportate nell'ambito del termine di aggio, intendendosi per questo, comunemente, una speculazione illecita e fraudolenta volta a produrre e a sfruttare il rialzo o il ribasso nei cambi e nei prezzi.

La dottrina ha per lo più colto il senso del divieto nella "proibizione di condotte d'interferenza illecita sui meccanismi che determinano l'andamento delle quotazioni"²³⁷. Sotto questo profilo appare utile ricordare che nel corso delle diverse legislazioni, sono state utilizzate diverse e variegati termini per rubricare le norme poste a contrasto della manipolazione del mercato, quali il "rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio" ex art. 501 c.p., "aggio" ex art. 2637 c.c.

²³⁵ Facendo ricorso ad una esemplificazione ripresa dall'esperienza statunitense, ma diffusamente utilizzata anche dalla dottrina italiana (SEMINARA, *L'aggio, Art. 2637*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di GIARDA - SEMINARA, Padova, 2002, 545; MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2004, 261) la differenza che passa fra *insider trading* e aggio è la stessa che sussiste tra chi piazza una puntata conoscendo in anticipo il nome del cavallo vincente e chi truca la relativa corsa. Sul punto è possibile segnalare per la sua prossimità all'esemplificazione statunitense un precedente giurisprudenziale nazionale (sentenza del pretore di Civitanova Marche del 4 novembre 1978, inedita) richiamato da SVAMPA, *Il delitto di aggio come reato complesso*, in *La giustizia penale*, 1980, 723 ss. Si tratta del caso che attiene ad una condotta posta in essere da uno scommettitore alle corse di cavalli, riuscito a moltiplicare le proprie vincite con l'adozione di un sistema di gioco tale da rialzare le quote dei cavalli favoriti e ribassare quelle dei cavalli perdenti, condotta peraltro ritenuta penalmente irrilevante.

²³⁶ L'aggio inteso come "frode" del mercato mobiliare si ritrova ad esempio in MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, Torino, XI, 1994, 345; CRESPI, *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in AA. VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, 1683.

²³⁷ MUCCIARELLI, *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di ALESSANDRI, 2002, 424.

“manipolazione del mercato” ex artt. 185 e 187-ter TUF, limitandosi a citare sono le norme attualmente in vigore. Il legislatore ha pertanto utilizzato diverse terminologie per reprimere le condotte dirette ad alterare il corretto funzionamento del mercato finanziario, ma ciò non deve distogliere da quello che rappresenta il punto di arrivo del legislatore ovvero predisporre un sistema normativo funzionale alla prevenzione e alla repressione di comportamenti lesivi del regolare andamento del mercato. Tale obiettivo è stato attuato, nei diversi periodi storici, da vari legislatori con una pluralità di norme strutturate a secondo della tecnica legislativa utilizzata, in termini di definizione della condotta, dell'elemento psicologico, del regime sanzionatorio ecc. Tale pluralità di norme dettate evidentemente per conciliare l'immobilismo normativo con la dinamicità del mercato finanziario sollevano attualmente difficili problemi in materia di concorso di norme, su cui ci si soffermerà in seguito.

In via del tutto sintetica, al fine di indicare il *modus procedendi* utilizzato in tale sede si può da subito affermare che le varie norme citate si possono riportare tutte nell'ambito di un unico complessivo quadro di riferimento, considerando che l'art. 501 c.p. definisce il c.d. “aggiotaggio comune” e l'art. 2637 c.c. definisce il c.d. “aggiotaggio su strumenti finanziari non quotati” e quello bancario, gli artt. 185 e 187-ter da parte loro si riferiscono al c.d. “aggiotaggio su strumenti finanziari quotati”²³⁸. Nel corso della trattazione si svolgerà, pertanto, un'analisi sistematica delle norme richiamate, soffermandosi in particolare sulle condotte descritte dal TUF ossia sull'aggiotaggio finanziario su strumenti finanziari quotati, o più correttamente, ex art. 182 TUF, di quelli ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione di un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione Europea. Diversamente l'art. 2637 c.c. rappresenterà la norma da tenere in considerazione, non solo per individuare le peculiarità della figura di manipolazione prevista dal TUF, ma anche su cui fare riferimento per l'aggiotaggio su strumenti finanziari “non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazioni in un mercato regolamentato”. Per quanto riguarda, infine, l'art. 501 c.p.²³⁹ che si pone come norma volta a contrastare “la pubblicazione o la

²³⁸ La distinzione dell'aggiotaggio in comune, societario, bancario e finanziario è rilevabile, in gran parte della rassegna dottrinale italiana ad esempio MUSCO, *I nuovi reati*, op., cit. 262; PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, art. 2637 c.c., in *reati societari*, a cura di Rossi, Torino, 2005, 460 ss.; PEDRAZZI, *Aggiotaggio bancario*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di FERROLUZZI e GASTALDI, III, Milano, 1996, 2041, quest'ultimo ritiene che la denominazione “aggiotaggio bancario” sia fuorviante in quanto suggerisce un'affinità con le figure dell'aggiotaggio comune e societario che non trova riscontro nella funzione e nella struttura dell'incriminazione; PALIERO “*Market abuse*” e *legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Il corriere del merito*, 2005, 809 ss.

²³⁹ L'art. 501 c.p. è diretto a contrastare l'alterazione realizzata mediante comportamenti mendaci o altri artifici “del prezzo di merci” e “del prezzo dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico

divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose o dell'utilizzo di altri artifici atti a cagionare una aumento o una diminuzione del prezzo di valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato", la disposizione, in forza del principio di specialità con quelle citate rispettivamente negli art. 185 TUF e 2637 c.c. non troverà più applicazione.

2. La tutela penale dei mercati finanziari in tema di manipolazione del mercato: l'interesse tutelato

Nell'esaminare la repressione penale del fenomeno della manipolazione del mercato è opportuno ricordare che la disposizione dell'art. 185 TUF e quella dell'art. 2637 c.c. si differenziano solo per l'oggetto su cui cade la condotta criminosa, in quanto il primo fa riferimento a strumenti finanziari quotati mentre il secondo si rivolge agli strumenti finanziari non quotati, mentre sotto il profilo della descrizione della condotta le due norme presentano profili di identità, ciò consente di procedere ad una trattazione unitaria di ambedue le fattispecie senza comunque dimenticare le specificità di ciascuna di esse. Diversamente deve procedersi con riferimento all'aggiotaggio bancario, che sarà oggetto di trattazione con riferimento al concorso di norme.

Per quanto concerne l'interesse tutelato dai delitti di manipolazione del mercato e di aggiotaggio sugli strumenti finanziari quotati o non quotati, il legislatore ha voluto tutelare il regolare andamento del mercato dei valori mobiliari, che dato la dinamicità del mercato stesso, si è arricchita negli anni di nuove tipologie di strumenti finanziari progettati per attrarre flussi di denaro da immettere nel circuito produttivo al fine di creare un incremento e il benessere del settore economico globalmente inteso²⁴⁰. Nessun dubbio che la

mercato", per quest'ultima parte opererebbero, allo stato, le disposizioni degli artt. 185 TUF. e 2637 c.c. Giova ricordare come la Corte Cost. (sent. 20 maggio 1976 n. 123) ha ritenuto la legittimità costituzionale della norma di cui all'art. 501 c.p. - che, come si è detto, prevede l'aggiotaggio comune - sulla considerazione che tale norma è diretta alla tutela non già dei singoli operatori economici bensì dell'economia pubblica, la quale rientra nella previsione dell'art. 41 Cost. (su questo punto anche le sentt. nn. 5 e 54 del 1962 e 30 del 1965); in proposito aggiunse la Corte che il cit. art. 501 c.p., in quanto concerne la pubblica economia trova il suo razionale fondamento anche nell'art. 47 della Costituzione.

²⁴⁰ Il confronto tra il testo dell'art. 2637 c.c. e quello dell'art. 185 TUF permette di rilevare le segnalate differenze, similarità, e identità. Se dal testo dell'art. 2637 c.c. si vuole ricavare quello dell'art. 185 TUF. è sufficiente procedere alle modifiche di seguito indicate: "Chiunque diffonde notizie false, o[vvero] pone in essere operazioni simulate o altri artific[i] concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari [non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari], è punito". Oltre all'oggetto materiale della condotta (costituito nelle due norme, artt. 185 t.u.f. e 2637 c.c., da diverse tipologie di strumenti finanziari) ed alla eliminazione della parte relativa all'aggiotaggio bancario, le differenze, tra le norme in discorso, sono minime (è stato sostituito ovvero con o) e di impercettibile rilevanza (artifici è stato sostituito con artifici).

manipolazione del mercato rappresenti una delle condotte che alterano maggiormente il regolare funzionamento del mercato stesso, tale assunto se pur corretto appare tuttavia, fin troppo generico, di guisa che occorrerà approfondirlo alla luce degli orientamenti dottrinali che si sono formati su tale argomento. Per una prima tesi²⁴¹, la tutela apprestata dal legislatore con le previsioni degli artt. 2637 c.c. e 185 TUF, ha ad oggetto in entrambi casi la corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, è quindi finalizzata al contrasto di possibili turbative delle regolarità di tali meccanismi. A riprova di quanto detto, l'orientamento in commento pone in risalto proprio la relazione al provvedimento istitutivo dell'art. 2637 c.c. che affermava che tale norma era volta "a tutelare l'economia pubblica ed in particolare il regolare funzionamento del mercato". La corretta formazione dei prezzi non è, infatti, null'altro che una specificazione del regolare funzionamento del mercato. In sintesi, il bene giuridico tutelato è il metodo di formazione dei prezzi secondo le leggi del mercato che costituisce nient'altro che la concretizzazione dei precetti di cui agli artt. 41 e 47 cost, la cui sostanziale attuazione si ha attraverso la tutela dei mercati finanziari e attraverso la stigmatizzazione delle condotte volte a sovvertire il loro regolare andamento.²⁴² Una diversa impostazione²⁴³, concentrata soprattutto sul reato di aggio su strumenti finanziari, ritiene che il bene giuridico tutelato sia più specificamente da individuare nell'efficienza di tipo allocativo – valutativo di quello specifico mercato mobiliare. Il mercato degli strumenti finanziari quotati è, infatti, quello che esprime maggiormente le dinamiche di formazione e determinazione dei prezzi, e la cui tutela deve essere maggiormente assicurata anche attraverso la distinzione dei reati aventi oggetto gli strumenti finanziari non quotati. In sintesi, secondo l'orientamento da ultimo citato il bene giuridico tutelato sarebbe, limitatamente agli strumenti finanziari quotati, il rispetto delle regole economiche che presiedono la formazione dei prezzi²⁴⁴. Un ulteriore indirizzo²⁴⁵ ritiene, infine, che il bene giuridico tutelato in materia di manipolazione del mercato

²⁴¹ SEMINARA, *L'aggio*, op., cit. 547 ss.; LEMME, *Riflessioni sul bene giuridico tutelato nelle incriminazioni di aggio*, in *Cass. Pen.*, 1987, 2273; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, parte speciale*, II, a cura di CONTI, Milano, 2000, 157 ss.; FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale*, Milano, 1994, 47.

²⁴² GUERRINI, *La tutela penale del mercato azionario*, Padova, 1984, 46; PEDRAZZI, voce *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Dig. Pen.*, XIII, Torino, 1997, 411; SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato finanziario*, in C. PEDRAZZI - ALESSANDRI - FOFFANI - SEMINARA - SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998, 475 ss. MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, op., cit. 299.

²⁴³ MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, op., cit. 346.

²⁴⁴ SEMINARA, *L'aggio*, op., cit. 547; MUCCIARELLI, *Aggio*, in AA.VV., *Il nuovo diritto penale delle società. D.Lgs. 11 aprile 2002 n. 61*, a cura di ALESSANDRI, Milano, 2002, 421 ss.; MACCARI, *Commento artt. 2634, 2635, 2637, 2639, 2640, 2641, cc. ed artt. 2 - 7 D.Lgs. n. 61/2002* in GIUNTA (a cura di), *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali*, Bari, 2002, 195.

²⁴⁵ Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. Dir. pen. econ.*, 2003, 747 ss.; SEMINARA, *L'aggio*, op., cit. 548; ORSI, *Aggio: tutelata solo l'economia pubblica*, in *Guida al dir.*, 2002, 80, che richiama l'art. 290, comma 2, c.p.p. con riferimento ai delitti contro l'economia pubblica.

sarebbe la tutela del risparmio, che deve essere protetto in ogni sua esplicitazione e in ogni sua forma. Come si avrà modo di vedere, rispetto all'omologo illecito amministrativo, il reato di manipolazione del mercato pur consistendo in un illecito di pericolo concreto, è indubbiamente contraddistinto da un'elevata dose di astrattezza, carattere che accomuna tutti i reati di abuso di mercato, la condotta delineata dalla fattispecie non riproduce, infatti, un comportamento percepibile sperimentalmente, ma inevitabilmente implica un giudizio di valore stante la molteplicità delle situazioni concrete che dovranno essere oggetto di accertamento processuale²⁴⁶.

3. I soggetti attivi

A differenza del reato d'*insider trading*, comunemente classificato nell'ambito dei reati propri, la manipolazione del mercato e l'aggrottaggio relativo a strumenti finanziari non quotati configurano reati comuni, potendo gli stessi essere commessi da chiunque. Del resto qualsiasi persona, ancorché non rivesta una determinata carica o non svolga una specifica funzione in una società o in generale nel mercato può consapevolmente manipolare il mercato²⁴⁷. In tal modo si equiparano, sotto il profilo sanzionatorio, le condotte poste in essere da soggetti privi di qualunque qualifica e quelli realizzati da soggetti che svolgono specifiche funzioni in società o imprese di investimento, la particolare qualifica non è stata infatti considerata dal legislatore nemmeno sotto il profilo dell'aggravante. Spetterà quindi al giudice nel caso concreto verificare la sussistenza delle aggravanti comuni, in particolare nella generalità dei casi troverà applicazione l'aggravante di cui all'art. 61, n. 11, per avere ad esempio commesso il fatto con abuso di relazione di ufficio.

4. Le condotte incriminate e l'oggetto materiale della condotta

I comportamenti che si ascrivono in genere agli abusi di mercato (*rectius* manipolazione del mercato) sono regolati dagli artt. 185 TUF e 2637 c.c. Le disposizioni citate prevedono

²⁴⁶ LUGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2010, 229.

²⁴⁷ In tema di soggetti attivi del reato si veda ORSI, *Manipolazione del mercato: fattispecie e responsabilità*, in atti del Convegno tenutosi a Milano il 1° di marzo del 2006, «Market abuse» *La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato*.

che la manipolazione di mercato si articola in tre condotte: la diffusione di notizie false, la realizzazione di operazioni simulate; la realizzazione di altri artifici. Si tratta in tutte tre le ipotesi di reati di pericolo per i quali il legislatore, conformemente al reato d'*insider trading*, ha ritenuto opportuno l'anticipazione della tutela. Per quanto concerne l'oggetto materiale della condotta si è già avuto modo di specificare che il reato di manipolazione del mercato (art.185 TUF) differisce da quello di aggio su strumenti finanziari non quotati (art. 2637 c.c.) nell'oggetto materiale della condotta, quest'ultimo nell'art. 185 è costituito dagli strumenti finanziari quotati, mentre nell'art. 2637 c.c. da quelli non aventi una simile caratteristica²⁴⁸.

Ai fini espositivi, sembra opportuno ricordare che il concetto di strumento finanziario è indicato all'art. 180, co. 1, lett. a) TUF, il quale specifica che, ai fini dell'applicazione degli artt. 185 e 187-ter, si intendono per "strumenti finanziari" quelli di cui all'art. 1 comma 2 del medesimo TUF, ovvero quelli "ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea".

Il richiamato art. 1 fornisce un'ampia elencazione di strumenti finanziari (comma 2) e di strumenti finanziari derivati (comma 3) a cui non si può far altro che rinviare²⁴⁹. La norma

²⁴⁸ PALIERO, «*Market abuse*», op., cit. 810 "il tipo di illecito la manipolazione di mercato ex 185 TUF è stato descritto in termini speculari rispetto a quello previsto dall'art. 2637 c.c., abbiamo quindi due delitti identici, uno previsto nel codice civile e riferito oggi solo alle società non quotate, ed uno previsto nell'art. 185 del TUF riferito alle società quotate".

²⁴⁹ Sono strumenti finanziari (dalle tradizionali azioni ed obbligazioni di società per azioni ed in accomandita per azioni alle più recenti classi di investimento) quei mezzi portatori di un valore che, presentati sul mercato da emittenti abilitati sono soggetti alla naturale regola della domanda e dell'offerta, per cui il loro prezzo subisce variazioni in aumento o in diminuzione in dipendenza di tale regola la quale a sua volta può essere soggetta a sollecitazioni esterne al mercato *strictu sensu* inteso. Il citato art. 1 TUF prevede: «2. Per "strumenti finanziari" si intendono:

- a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- b-bis) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile;
- c) le quote di fondi comuni di investimento;
- d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici;
- f) i contratti "*futures*" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

precisa (co. 4), per quanto qui di possibile interesse, che i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari. Da quanto detto consegue che la normativa testé citata non trova applicazione per gli strumenti, finanziari e non, ammessi o presentati ai fini della negoziazione in un mercato non regolamento o extracomunitario. In definitiva, risulterebbero privi di tutela giuridica, rispetto alle fattispecie di manipolazione del mercato e di aggio in esame, quegli strumenti finanziari di entità nazionali presenti sui mercati extracomunitari.

5. La diffusione di notizie false

Il reato di manipolazione del mercato orbita tutto intorno al concetto di notizia, dunque è preliminare comprendere cosa s'intenda con tale termine. Va da subito evidenziato che la norma non contempla genericamente una notizia suscettibile di fornire indicazioni false o fuorvianti, bensì una notizia che abbia un maggiore impatto sul mercato ovvero abbia una natura tale da provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Per tali motivi, oltre che per un'essenziale ragione di ordine sistematico, si ritiene che la notizia cui fa riferimento l'art. 185 TUF debba avere le medesime caratteristiche dell'"informazione privilegiata" per il reato d'*insider trading*, pena la violazione del principio di tassatività e determinatezza della fattispecie penale²⁵⁰. La circostanza che il legislatore nell'art. 185 TUF utilizzi, in modo quasi letterale, le medesime espressioni dell'art. 181, lungi dall'essere una mera causalità, manifesta la volontà del medesimo di incriminare solo una notizia che abbia gli stessi requisiti dell'informazione privilegiata. Ciò risponde per altro anche ad una considerazione logica in tanto una condotta può essere idonea a determinare un effetto quando abbia le caratteristiche intrinseche per determinarlo: una informazione privilegiata non vera e non comunicata ha sempre tale idoneità. Diversamente una notizia che è solo opportuno comunicare non è detto, salvo un accertamento nel caso concreto, che sia in grado di determinare una sensibile alterazione dei prezzi. Tale lettura è inoltre sicuramente maggiormente conforme al principio di determinatezza, poiché i requisiti della notizia costituiscono un connotato principale della

i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere.

3. Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j)".

²⁵⁰ Così CRESPI. *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca Borsa, Titoli di credito*, 2009, 2, 107.

condotta, di modo che se non fossero normativamente identificati, la norma penale mancherebbe di determinatezza. L'adozione di una tesi diversa comporterebbe che il criterio per stabilire quale notizia possa provocare il pericolo di una sensibile alterazione del prezzo di un determinato strumento finanziario, non conseguirebbe ad una previsione normativa, bensì ad una scelta del giudice. Il primo dei comportamenti incriminati dagli artt. 185 TUF e 2637 c.c. è la diffusione di notizie false; la condotta in esame consiste in buona sostanza nella comunicazione di notizie mendaci ad un numero indeterminato di soggetti. All'interno della medesima condotta si ascrivono, altresì, le ipotesi di pubblicazione e divulgazione delle notizie stesse. Per quanto concerne la nozione di diffusione vi è da dire che la stessa è legata a doppio filo al principio di offensività del fatto, per tale ragione in materia sussistono attualmente due tesi sul significato da attribuire al predetto termine. Per un primo orientamento²⁵¹ perché vi sia diffusione occorre che la notizia sia comunicata a più soggetti ne consegue la non applicazione della fattispecie criminosa in esame in caso di comunicazione ad una sola persona. Secondo una diversa impostazione²⁵² invece la fattispecie sussisterebbe comunque anche nella suddetta ipotesi allorché si tratti di comunicazione ad un soggetto "qualificato" come ad esempio un analista finanziario atteso che il compito della analista è proprio quello di informare a sua volta gli operatori del mercato. In definitiva secondo la tesi da ultimo in commento la potenzialità lesiva della comunicazione non ha riguardo al numero dei soggetti a cui la stessa è indirizzata, bensì al ruolo e alla funzione rivestita dal destinatario di essa. Per quanto concerne le modalità con cui può avvenire la diffusione delle notizie queste possono essere molteplici a titolo meramente esemplificativo è possibile citare, come situazione maggiormente aderenti alla prassi, le interviste, le conferenze stampa ed in genere ogni diffusione di informazione che avviene all'interno di circuiti specializzati (es. *newsletter*). Non si dimentichi che oggetto della diffusione devono essere le notizie, ovvero fatti storici già avvenuti o comunque ad evenienze future collegate ad eventi in atto, ne consegue che esulano dal campo di applicazione della norma i meri *rumors* o le semplici prospettazioni soggettive sull'andamento del mercato²⁵³. Ancora le notizie devono essere false ovvero non rispondenti alla realtà e munite di concreta idoneità offensiva²⁵⁴. Un classico esempio di diffusione di notizie false è rappresentato dalla "information based

²⁵¹ MUSCO, *I nuovi reati*, op., cit. 263 è esclusa "la presenza del fatto illecito se la comunicazione è fatta ad una sola persona".

²⁵² Sul punto è possibile SEMINARA, *L'aggiotaggio*, op., cit. 553, In termini sostanzialmente analoghi MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, op., cit. 424 e MACCARI, *Articolo 2637 c.c.*, op., cit. 197.

²⁵³ ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie false, esagerate, o tendenziose*, in *Riv. it. Dir. proc. pen.*, 1973, 708; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, op., cit. 424-425; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, op., cit. 554.

²⁵⁴ MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, op., cit. 302; MACCARI, *Articolo 2637 c.c.*, op., cit. 198.

manipulation” che consiste nella diffusione di notizie false, ma dotate di particolare credibilità e quindi idonee a condizionare il prezzo di uno strumento finanziario. La norma è quindi volta a reprimere la diffusione di notizie false, non in sé per sé ma in quanto idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo. Di conseguenza fuoriesce dall’ambito applicativo della disposizione il mero silenzio, nonché la diffusione di notizie false per perseguire la stabilizzazione dei prezzi. Pertanto nel caso di una reticenza informativa da cui derivi una sensibile variazione dei prezzi non potrà trovare applicazione la norma in esame.

Non pare condivisibile la tesi proposta da una parte della dottrina²⁵⁵ che ammetta la configurabilità della agiotaggio per omissione nel caso di manipolazione informativa (con esclusione dell’agiotaggio manipolativo) facendo riferimento al concetto di alterazione del mercato. In particolare, si afferma che il concetto di alterazione che sta al centro della fattispecie non può essere circoscritto a quello di variazione ma può consistere anche in una non variazione, ossia nel fatto che non si sia verificato alcun mutamento nel corso del titolo a seguito del deliberato sottacimento di una notizia che era doveroso fornire. La tesi predetta dimentica che la fattispecie manipolativa ha natura di reato commissivo, consistendo per l’appunto nella condotta di “diffusione” da cui è ontologicamente esclusa il silenzio e la reticenza. L’ammissibilità della condotta omissiva, in pieno spregio del principio del divieto di analogia in *malam partem*, è infatti giustificata unicamente dalla *ratio legis* perseguita dal legislatore ovvero l’integrità del mercato, con l’effetto di anticipare ancora di più la soglia punitiva del reato. Mettere l’accento sull’alterazione del mercato, vuol dire procedere ad un’anticipazione ulteriore dell’evento pericoloso, pretermettendo la condotta necessaria per produrre l’evento. Ci si avvia quindi sulla pericolosa strada che va dalla manipolazione del mercato alla manipolazione delle norme.

Le medesime argomentazioni devono essere mantenute nel caso in cui una società divulghi una comunicazione falsa, a seguito dell’ordine della CONSOB, la quale non abbia tuttavia l’idoneità di destabilizzare i prezzi, ferma l’applicazione dell’art. 114, co. 5, e 193 TUF, non dovrebbe esserci spazio per l’operatività di siffatta norma. Nel caso di specie l’applicazione della norma dovrebbe essere esclusa anche facendo leva sull’elemento soggettivo del reato, ossia il dolo generico. Senza alcun dubbio, l’idoneità della condotta a destabilizzare il mercato colora anche il dolo generico, ne consegue che se il mendacio non

²⁵⁵ CHIARAVIGLIO, *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.210 del tribunale di Torino*, in *Riv. Dott. Commercialisti*, 2011, 3, 681.

era comunque diretto ad interferire in modo illecito sui meccanismi di andamento delle quotazioni, ma solo a mantenere occulta al mercato una determinata operazione, proprio al fine di evitare una oscillazione dei prezzi e mantenere intatta la situazione *quo ante* dell'azionista, l'illecito deve essere escluso²⁵⁶. Nello stesso modo la disposizione *de quo* non sarà applicabile quando la finalità della destabilizzazione del mercato è perseguito mediante mezzi leciti.

6. La realizzazione di operazioni simulate

La seconda ipotesi criminosa prevista dagli artt. 2637 c.c. e 185 TUF riguarda il compimento di operazioni simulate, per il concetto di simulazione si può far riferimento al codice civile dal momento che tale nozione costituisce un elemento normativo del fatto²⁵⁷. Pertanto per operazioni simulate s'intendono sia le operazioni che le parti non hanno alcuna intenzione di realizzare, sia quelle difformi rispetto a quelle realmente oggetto della volontà delle parti. Possono prospettarsi, a mero titolo esemplificativo alcune tipologie di operazioni simulate pur senza dimenticare che la varietà pressoché illimitata degli strumenti finanziari nonché i differenti effetti da essi prodotti non rendono in alcun modo

²⁵⁶ Di particolare interesse sotto questo profilo è la situazione presa in esame da CRESPI. *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca Borsa, Titoli di credito*, 2009, 2, 107. La vicenda aveva ad oggetto le richieste di informazioni – formulate dalla CONSOB ex art. 114, comma 5°, TUF – volte a comprendere i motivi di un fitto scambio di titoli di una società quotata. Contestualmente, l'organo di controllo imponeva al Gruppo interessato di diffondere un comunicato stampa contenente informazioni in merito ad eventuali iniziative intraprese e/o allo studio in relazione alla prossima scadenza di un prestito convertendo, da cui sarebbe dipeso anche il controllo di una società quotata; i comunicati stampa diffusi per effetto di tale richiesta furono ritenuti falsamente rappresentativi della situazione realmente esistente nella parte in cui dichiaravano che il Gruppo non aveva intrapreso o studiato alcuna iniziativa in vista della scadenza del prestito convertendo. Un comunicato aderente alla realtà dei fatti – dunque non reticente sul punto – stanti le difficoltà gestionali del Gruppo e le possibili aggressioni speculative, avrebbe ragionevolmente impedito la realizzazione dell'operazione, che è andata a buon fine, sancendo in tal modo il rilancio dell'importante gruppo industriale. Nel caso illustrato afferma l'autore che la finalità della comunicazione mendace era diretta esclusivamente a mantenere la stabilità dei prezzi degli strumenti azionari, in particolare l'autore ritiene che "l'imprenditore, in altre parole, si è limitato - com'era d'altronde suo indiscutibile diritto - a fare operazioni più che lecite nell'interesse della società, anche a costo di turbare i sonni ed i sogni del mercato e di quanti vi speculano o contano (o contavano) di specularvi. (...) le aspettative realmente frustrate sono state unicamente quelle degli speculatori". Di diverso avviso LUGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?* In *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2010, 2, 229. L'autore ritiene possibile l'applicazione della fattispecie della manipolazione di mercato anche in tale ipotesi in quanto anche la stabilizzazione dei prezzi, fuori dai casi in cui è espressamente prevista come deroga alla disciplina in materia di manipolazione *cf.* Regolamento Comunitario n. 2273/03(CE) costituisce una manovra speculativa.

²⁵⁷ L'utilizzo del sintagma "operazioni simulate" è espressione del tentativo del legislatore di costruire una fattispecie sufficientemente tipizzata, negli esatti termini MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, op., cit. 302. In questo senso MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, 203; DONATO - PORTOLANO, *Aggiotaggio su strumenti finanziari*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA, e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, 1670.

possibile una elencazione tassativa. Rientrano ad esempio all'interno della categoria delle operazioni simulate le seguenti ipotesi: la compravendita di strumenti finanziari allorché alla stessa non consegua una reale modifica di proprietà degli strumenti finanziari, le operazioni orchestrate per dare l'impressione di fluttuazioni del prezzo di uno strumento finanziario, l'immissione contemporanea sul mercato di ordini di vendita e di acquisto notevolmente superiore all'ultima offerta disponibile per poi ritirarle prima che vengano eseguite. L'ultima ipotesi descritta costituisce il classico esempio di “*action based manipulation*” ossia di operazione creata ad arte per dare l'apparenza di un trasferimento effettivo di proprietà degli strumenti finanziari, posta in essere con il precipuo fine di produrre la fallace impressione dell'esistenza di un mercato attivo²⁵⁸.

7. La realizzazione di altri artifici

Le norme in esame si chiudono con una previsione c.d. di chiusura, attraverso la possibilità della realizzazione della fattispecie criminosa anche mediante altri artifici. La nozione di artifici comprende in genere ogni manipolazione della realtà consistente nella rappresentazione di un fatto non rispondente al vero, sono quindi artifici l'invenzione scaltra, lo stratagemma insidioso, l'espedito ingegnoso per ottenere un determinato scopo. In ossequio al principio cardine di offensività, le condotte descritte devono possedere un minimo grado di offensività dovendo essere escluse quei comportamenti non forniti di capacità fraudolenta, ciò in quanto essendo quest'ultima una previsione di chiusura deve essere interpretata – in base al principio di non contraddizione – in modo omogeneo rispetto alle fattispecie di cui si pone a chiusura, le quali possiedono tutte una componente fraudolenta²⁵⁹.

²⁵⁸ L'esperienza del mercato e la riflessione scientifica indicano quali possibili ulteriori strumenti di alterazione del prezzo di strumenti finanziari le figure di: *Trade based manipulation*, che si connota per l'effettuazione di reali scambi nel mercato, ma condotti con l'intenzione speculativa di liberarsi degli strumenti finanziari al momento opportuno, arrecando così dei danni sia ai precedenti possessori che a quelli che hanno acquistato a seguito della manipolazione; *Corner e Squeeze*, che consistono nell'acquisto di rilevanti quantità di strumenti finanziari, tali da consentire all'agente di intervenire a suo piacimento sul loro valore, senza utilizzare metodi ingannatori. Su queste figure FABRIZIO - TROVATORE, *Aggiotaggio su strumenti finanziari*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, 1001.

²⁵⁹ MUSCO, *I nuovi reati societari*, op., cit. 264, “a questo risultato esegetico conducono per un verso la necessità politico-criminale di dotare l'elemento di fattispecie di un minimo grado di lesività”. Per un'interpretazione in questi termini, sotto la precedente disciplina, Cfr. BARTULI – ROMANO, *Insider trading* (legge 17 maggio 1991 n. 157), in *Giur. comm.*, 1992, 667; MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, op., cit. 346. Pongono l'accento sull'esigenza di omogeneità di significato delle varie condotte DONATO - PORTOLANO, *Aggiotaggio su strumenti*, op., cit. 1671. Sul tema anche PEDRAZZI, *Problemi del delitto di*

8. *La sensibile alterazione del prezzo*

Tutte le condotte descritte hanno in comune il carattere della *price sensitivity* ossia devono essere idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Tale requisito deve essere inquadrato nell'ambito del principio di offensività, in base allo stesso può dirsi che il legislatore ha inteso ricondurre tali fattispecie incriminatrici nell'ambito dei reati di pericolo concreto, dal momento che la condotta deve essere idonea a realizzare una sensibile alterazione del prezzo. Purtroppo il riferimento alla *price sensitivity*, comportando un rinvio a una norma extrapenale di contenuto vago potrebbe essere in grado di incidere sul carattere di determinatezza della norma. L'idoneità ad influenzare i prezzi degli strumenti finanziari non potrà quindi che essere valutata dall'autorità giudiziaria, il quale dovrà comunque fare riferimento alle leggi economiche che presiedono la formazione dei prezzi. La valutazione di tale elemento non potrà, pertanto, che avere carattere relativo, dovendo il giudice tenere conto delle modalità di realizzazione del fatto concreto²⁶⁰. In tale senso l'autorità giudiziaria dovrà considerare il contesto spazio-temporaneo entro cui collocare la concreta vicenda storica e verificare l'idoneità della condotta, in considerazione delle sue modalità esecutive, a realizzare la variazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

9. *L'elemento psicologico e il concorso di norme*

Analogamente al reato d'*insider trading* le fattispecie di manipolazione del mercato (rispettivamente agli artt. 185 TUF e 2637 c.c.) sono punite a titolo di dolo generico. Ne consegue che ai fini della sussistenza del reato occorrerà accertare se l'agente abbia agito con la coscienza e volontà di diffondere notizie false o di porre in essere operazioni simulate o artifici, a ciò dovrà accompagnarsi naturalmente, in quanto elemento della fattispecie criminosa, la consapevolezza della idoneità degli stessi a causare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

aggiotaggio, Milano, 1958, 56; FIANDACA- MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, vol. I, Bologna, 2000, 622.

²⁶⁰ Si sottolinea opportunamente in dottrina che dovranno essere prese in considerazione tutte le circostanze del caso concreto così MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, op., cit. 209; DONATO-PORTOLANO, *Aggiotaggio su strumenti*, op., cit. 1672; nello stesso senso, dopo la riforma, SEMINARA, *L'aggiotaggio*, op., cit. 557 e MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, op., cit. 431-432.

Tanto premesso relativamente all'elemento soggettivo delle fattispecie di manipolazioni del mercato non ci si può esimere dall'indagare i rapporti intercorrenti non solo tra gli artt. 185 TUF e 2637 c.c. ma anche quelli esistenti tra le disposizioni da ultime citate e l'art. 501 c.p., che come si ricorderà tutela la corretta formazione del prezzo delle "merci" e dei "valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato". In considerazione delle contiguità contenutistiche esistenti tra le fattispecie in esame appare di tutto interesse approfondire le eventuali connessioni tra le stesse ed, in particolar modo, le possibilità di concorso.

10. *Il rapporto tra l'art. 501 c.p. e gli artt. 2637 c.c. e 185 TUF*

L'art. 501 c.p. punisce l'alterazione ("un aumento o una diluizione") mediante determinate condotte ("pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici") del prezzo di "merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato" qualora la stessa sia volta a "turbare il mercato interno dei valori o delle merci". Anzitutto il campo d'indagine sulla disposizione normativa deve essere ristretto alla parte dell'articolo in commento che si riferisce al prezzo dei valori "ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato", dal momento che si tratta dell'unica parte della condotta sovrapponibile con quelle previste dagli artt. 2637 c.c. e 185 TUF, che come si ricorderà hanno come oggetto materiale della condotta gli strumenti finanziari, siano essi quotati o no²⁶¹.

Rimane, pertanto fuori dal campo di analisi la condotta di alterazione del prezzo delle merci che è una fattispecie nettamente distinta da quelle regolate dagli articoli precedentemente citati. Nello specifico, ponendo attenzione alle locuzioni utilizzate nelle disposizioni in commento, l'art. 501 c.p. indica i "valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato"; l'art. 2637 c.c. si riferisce, invece, agli "strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato"; l'art. 185 TUF, infine, concerne gli "strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri paesi dell'Unione europea". Da quanto illustrato si ravvisa *ictu oculi* come il campo di operatività dell'art. 501 c.p. sia

²⁶¹ PALIERO, *Market abuse* op., cit. 809, in cui si ritiene che l'art. 501 c.p. sia "un relitto arenato sui fondali di una economia "pre-postmoderna" ormai definitivamente inabissata". A pagina 810 della citata pubblicazione è riportato che "rimane sempre in (vegetativa) vita l'aggrottaggio comune previsto dall'art. 501 c.p."

sostanzialmente coincidente con quello delle altre norme citate e che, pertanto, sia di estrema importanza definire il complessivo rapporto esistente tra le fattispecie. Come si rileva dalla semplice lettura delle norme la districazione dei rapporti tra le norme passa attraverso la corretta individuazione dell'elemento soggettivo. In particolare, la ricorrenza o meno del dolo specifico (richiesto unicamente dall'art. 501 c.p.) è infatti decisivo per la risoluzione delle ipotesi di concorso di norme. Alla luce del principio di specialità si dovrà quindi, in presenza di un concorso di norme, dare preferenza alla norma qualificata dal dolo specifico. Infatti, il testo dell'art. 501 c.p. indica un fine ossia quello di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, il quale non compare nelle altre fattispecie in discorso le quali prevedono solo il dolo generico. Così ragionando si dovrebbe quindi, in ossequio al principio di specialità, dare sempre prevalenza al reato di cui all'art. 501 c.p.²⁶². Tuttavia, occorre, da subito ricordare un'importante sentenza della Corte costituzionale che, attraverso un'analisi logico-sistematica della disposizione *de quo* ha sostanzialmente svuotato il dolo specifico richiesto dalla norma. Secondo i giudici della Consulta il dolo specifico richiesto dalla norma avrebbe in realtà natura del tutto apparente in quanto non solo ogni fatto di aggioaggio è sorretto da un preciso motivo di lucro piuttosto che dal fine di turbare il mercato, ma tale fine rappresenta nulla più che una conseguenza necessaria della condotta, *ergo* il dolo è insito nella condotta dell'agente. Sotto il profilo logico sarebbe, inoltre, irragionevole che una condotta contrassegnata da un maggior disvalore sotto il profilo della colpevolezza, come quella di cui all'art. 501 c.p., determini un trattamento sanzionatorio meno rigoroso di quello indicato nelle fattispecie punite a titolo di dolo generico²⁶³. E' allora baipassando l'elemento soggettivo, il concorso tra le norme non potrà che trovare soluzione, sempre in ossequio al principio di specialità, attraverso la considerazione del più severo trattamento sanzionatorio. Ne consegue che i citati artt. 2637

²⁶² SEMINARA, *L'aggioaggio*, op., cit. 570, "Nondimeno occorre, a tale riguardo, considerare che l'art. 501 si caratterizza alla luce di un dolo specifico che non trova riscontro negli artt. 2637 e la cui ricorrenza secondo il principio di specialità, dovrebbe appunto determinare la configurabilità di tale disposizione".

²⁶³ La Corte costituzionale, chiamata ad esprimersi su una questione di legittimità sollevata per violazione del principio di uguaglianza (art. 3 Cost.) in quanto per il reato previsto dall'art. 98 L. 7 marzo 1938 n. 141 (di conversione in legge del D.L. 12 marzo 1936 n. 375) c.d. aggioaggio bancario è sufficiente il dolo generico, mentre per l'aggioaggio comune, previsto dall'art. 501 c.p., è richiesto quello specifico osserva "peraltro è da osservare come non sia sicura la premessa da cui muove il giudice *a quo* e cioè che per l'aggioaggio comune (art. 501 c.p.) sia richiesto un dolo specifico. Invero è stato osservato da autorevole dottrina (sul punto non risultano pronunce giurisprudenziali) come l'autore di tale reato si propone in realtà di trarre un illecito profitto mediante l'aumento o la diminuzione dei prezzi, mentre il turbamento del mercato, che secondo il dato letterale della formula legislativa dovrebbe integrare il fine del colpevole, non rappresenta altro che la necessaria conseguenza della sua condotta. In base a ciò – osserva la stessa dottrina – l'elemento psicologico si esaurisce nel dolo generico, consistente nel volere l'aumento o la diminuzione suddetti, sicché solo in apparenza sarebbe richiesto per l'aggioaggio comune il dolo specifico, essendo invece sufficiente anche per esso quello generico (il quale analogamente è sufficiente per la terza figura di aggioaggio conosciuta dal nostro ordinamento e cioè per il c.d. aggioaggio societario previsto dall'art. 2628 c.c.)", *L'aggioaggio*, op., cit. 570, ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale*, op., cit. 160; AZZALI, *voce Aggioaggio*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958, 901.

c.c. e 185 TUF in ragione della maggior severità della pena assorbono le disposizioni dell'art. 501 c.p. nella parte in cui la predetta disposizione prevede la tutela della corretta formazione del prezzo di valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato²⁶⁴.

11. *Il rapporto tra gli artt. 2637 c.c. e 185 TUF*

Il rapporto intercorrente tra le disposizioni dell'art. 2637 c.c., e quelle dell'art. 185 TUF è chiaramente definito dal diverso oggetto materiale delle due fattispecie. Un'ipotesi di concorso potrebbe, quindi, realizzarsi quando l'una sia stata commessa al fine di eseguire o occultarne una altra, in tale ipotesi troverà altresì applicazione l'aggravante di cui all'art. 61, numero 2, c.p. La dottrina delinea come altro caso di concorso una ipotesi forse più accademica che reale, rappresentata da uno "strumento finanziario derivato quotato" il cui prezzo derivi da un "sottostante" strumento finanziario non quotato; l'alterazione del prezzo di quest'ultimo (prevista e punita dall'art. 2637 c.c.) interferirebbe direttamente sul prezzo dello "strumento finanziario derivato quotato" (manipolazione prevista e punita come illecito penale dall'art. 185 TUF e come illecito amministrativo dall'art. 187-ter).

12. *Il rapporto tra l'aggiotaggio bancario e gli artt. 501 cp. e 185 TUF*

In via preliminare all'analisi del rapporto intercorrente tra l'aggiotaggio bancario (art. 2637 c.c.) e rispettivamente l'art. 501 e 185 TUF, è opportuno esaminare, se pur per sommi capi, il reato di aggiotaggio bancario onde individuarne gli aspetti peculiari. L'art. 2637 c.c. è

²⁶⁴ La definizione della maggiore severità delle pene previste dagli articoli in esame necessita tuttavia di un ulteriore approfondimento. La pena prevista dall'art. 185 TUF è della reclusione da due a dodici anni e della multa da euro quarantamila a euro dieci milioni (tenuto conto che l'art. 39 della L. 28 dicembre 2005 n. 262 ha raddoppiato le originali pene previste). Non sembra esserci, pertanto, alcun dubbio sulla prevalenza dell'art. 185 TUF sull'art. 501 c.p. Si osserva invece che la pena prevista dall'art. 2637 c.c. è della reclusione da uno a cinque anni, il suo confronto con quella prevista dall'art. 501 non è di immediata percezione. Infatti, la pena prevista dall'art. 501 c.p. è della reclusione fino a tre anni e della multa da uno a cinquanta milioni di lire. Essa è raddoppiata al ricorrere di specifiche circostanze aggravanti (se il fatto è commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri; se dal fatto deriva un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo. Le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli pubblici italiani). Quindi nel caso di raddoppio di pena, previsto, come detto, al ricorrere di specifiche circostanze aggravanti la prevalenza sarebbe di nuovo a favore dell'art. 501 c.p. Sul punto è stato tuttavia considerato SEMINARA, *L'aggiotaggio*, op., cit. 570 che le "circostanze aggravanti previste dall'art. 501, comma 3, c.p. che pure prevedono un raddoppiamento della pena che potenzialmente ribalta la comparazione sanzionatoria fra le due fattispecie in esame (art. 501 c.p. e 2637 c.c.) hanno una valenza simbolica per l'anacronismo della prima circostanza e la difficile realizzabilità della seconda".

diretto a reprimere la diffusione di notizie false o l'effettuazione di operazioni simulate o di altri artifici che siano "concretamente idonei ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari". Come si è già specificato l'art. 2637 c.c. contiene due diverse fattispecie di reato che mentre hanno in comune la condotta, si differenziano tra di loro sotto il profilo dell'evento. In particolare, pur trattandosi in entrambi casi di eventi di pericolo, il primo consiste nell'idoneità a "provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato" e il secondo dall'idoneità "ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari". A proposito dell'aggiotaggio bancario il bene giuridico tutelato consiste nell'affidamento che il pubblico ripone nel sistema bancario, dunque, la norma mira conseguentemente a reprimere la destabilizzazione del sistema bancario *latu sensu* inteso. In sintesi, il legislatore intende reprimere comportamenti che implicano una "disseminazione della sfiducia nei confronti di banche o di gruppi bancari ovvero l'alterazione dell'immagine di stabilità e liquidità della banca o del gruppo bancario"²⁶⁵. Anche l'aggiotaggio bancario rientra tra i reati di pericolo in concreto, infatti, anche per tale fattispecie è stato previsto un requisito di lesività concreta, mediante la formula dell'idoneità ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità delle banche o di gruppi bancari²⁶⁶. Per quanto concerne l'elemento soggettivo, anche per tale reato è previsto unicamente il dolo generico consistente nella coscienza e volontà di diffondere notizie false o di utilizzare altri idonei artifici, con in più la consapevolezza della idoneità degli stessi ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari. Per quanto concerne il concorso di reati, la fattispecie in discorso potrà concorrere con le altre fattispecie criminose già illustrate. La dottrina fornisce come caso di scuola quella in cui l'incisione sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità del sistema bancario sia effettuata ricorrendo alla manipolazione del mercato di strumenti finanziari quotati (art. 185) e o di merci²⁶⁷ (art. 501).

²⁶⁵ In tal senso PEDRAZZI, *Aggiotaggio bancario*, op., cit. 2048. BRICOLA, in CAPRIGLIONE- MEZZACAPO, *Codice della banca*, Milano, 1990, 1170.

²⁶⁶ L'espressione sostituisce quella utilizzata in precedenza all'art. 138 del Testo unico bancario (TUB), laddove si richiedeva l'attitudine delle notizie (false esagerate o tendenziose) "a turbare i mercati finanziari o a indurre il panico dei depositanti o comunque a menomare la fiducia del pubblico".

²⁶⁷ In tema di concorso di norme si segnala che MUSCO, *I nuovi reati societari*, op., cit. 260, al tempo della vigenza dell'art. 2637 c.c. quale unica norma posta a contrasto dell'aggiotaggio osservava che "l'accorpamento in un'unica fattispecie si muove nell'ottica di razionalizzazione e di riordino della materia

13. Le sanzioni amministrative poste a tutela dei mercati finanziari

L'art. 187-ter TUF punisce con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro centomila a euro venticinque milioni la manipolazione del mercato di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione Europea²⁶⁸ (ex art. 182 TUF). La predetta sanzione è aumentata fino al triplo (da euro trecentomila a euro settantacinque milioni) o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando la sanzione appaia inadeguata anche se applicata nel massimo. Sotto tale profilo, la norma in analisi specifica che nella valutazione dell'inadeguatezza della previsione edittale della sanzione si deve tenere conto delle qualità personali del colpevole, dell'entità del prodotto o del profitto conseguito con l'illecito, ovvero degli effetti prodotti sul mercato.

Le condotte tramite cui può essere realizzata la manipolazione del mercato sono individuate: nella diffusione d'informazioni mendaci (art. 187-ter, co. 1); nell'effettuazione di specifiche operazioni od ordini di compravendita (art. 187-ter, co. 3, lett. a), b); nel porre in essere altri artifici direttamente o attraverso operazioni di compravendita (art. 187-ter, co. 3, lett. c), d). Circa il parametro per procedere alla valutazione dell'idoneità dei predetti comportamenti a costituire manipolazione del mercato si specifica che la stessa deve tener conto degli elementi e circostanze appositamente individuate dalla CONSOB attraverso le sue disposizioni²⁶⁹. Sotto tale profilo, peraltro, l'autorità di vigilanza ha provveduto all'attuazione di tale compito, mediante le modifiche effettuate all'art. 62 del Regolamento Mercati; pur tuttavia tali elementi di valutazione riguardano in via esclusiva le condotte indicate dall'art. 187-ter TUF ma lasciano fuori dal loro ambito quelle disciplinate dal comma 1 del medesimo articolo. A proposito delle condotte di manipolazione del mercato, è poi necessario segnalare che la norma in analisi, l'art. 187-

che ha motivato la riforma, consentendo, al contempo, di dare risposta negativa ad alcuni orientamenti interpretativi - sorti sotto il vecchio contesto normativo - che, argomentando dalla diversità di beni giuridici tutelati e dalle autonome collocazioni, propendevano per una soluzione favorevole al concorso formale". PEDRAZZI, *Aggiotaggio bancario*, op., cit. 2043.

²⁶⁸ L'originaria sanzione amministrativa pecuniaria "da euro ventimila a euro cinque milioni" è stata quintuplicata dall'art. 39, L. 28 dicembre 2005 n. 262 e deve, pertanto, intendersi modificata, come indicato nel testo, in "da euro centomila ad euro venticinque milioni".

²⁶⁹ Il riferimento è al regolamento CONSOB n. 11768 del 1998, cosiddetto "Regolamento Mercati", modificato da ultimo, per quanto qui d'interesse, dalla delibera CONSOB n. 15233 del 2005, ma il riferimento è anche se in termini diversi, come si specificherà in prosieguo, alla comunicazione n. DME/5078692 del 2005 avente ad oggetto: esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal *Committee of European Securities Regulators (CESR)* nel documento "*Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive*". Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette.

ter, co. 6, attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze la facoltà di individuare ulteriori condotte da sanzionare. La previsione da ultimo citata desta numerose preoccupazioni circa la sua costituzionalità dal momento che si lascia alla fonte secondaria proprio l'individuazione della condotta da sanzionare. Ancorché si sia in presenza di illeciti amministrativi infatti valgono anche per gli stessi i principi di legalità e di riserva di legge²⁷⁰. Deve tuttavia rilevarsi che la Corte costituzionale non si è mai pronunciata sulla sorte di tale disposizione in quanto la stessa è in concreto restata lettera morta perché il Ministero non ha mai esercitato tale facoltà.

La disposizione in esame è stata al centro di molteplici dubbi di costituzionalità, in quanto si riteneva che mediante tale norma il legislatore sanzionasse la medesima condotta punita nell'art. 185 TUF, violando in tal modo il principio di *ne bis in idem* sostanziale. Sotto questo profilo, dunque, la norma *de quo* violerebbe l'art. 117 cost., nel suo richiamo alle fonti internazionali, poiché il punire due volte per il medesimo fatto si pone in antitesi con l'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU, che garantisce non solo il diritto a non essere perseguito due volte per lo stesso fatto, ma anche quello di non essere perseguito e condannato due volte. Di modo che tale contrasto dovrebbe di conseguenza risolversi nell'illegittimità dell'art. 649 c.p.p. che limita i casi di *ne bis in idem* all'ipotesi di precedente condanna penale, non contemplando anche la condanna per l'illecito amministrativo. Ne conseguirebbe la violazione dell'art. 117 cost., in quanto l'Italia è obbligata a legiferare nel rispetto dei vincoli derivati dal diritto pattizio europeo. Invero, una parte minoritaria della giurisprudenza²⁷¹ ritiene che entrambe le norme in esame riguardino il medesimo fatto storico” descritto in maniera diversa solo in ragione delle diversamente graduate situazioni di pericolo che possono originarsene, una meno grave per l'art. 187-*ter* (idoneità a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti

²⁷⁰ Su tale previsione si è espressa la Commissione giustizia 2° del Senato nei seguenti termini “Suscita quindi perplessità quanto previsto dal sesto capoverso del nuovo art. 187-*ter* nel quale si attribuisce al Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la CONSOB ovvero su proposta della medesima, il potere di individuare con regolamento le fattispecie, anche ulteriori, rispetto alle altre previste dall'articolo come illeciti amministrativi. L'attribuzione ad una fonte di rango secondario del potere di configurare illeciti amministrativi anche nuovi appare, anche per le modalità ampie della relativa previsione, non del tutto conforme al rispetto del principio di legalità che ancorché sancito per gli illeciti amministrativi a livello di legge ordinaria, e cioè in particolare dall'art. 1 della legge n. 689 del 1981, costituisce però pur sempre espressione di un principio generale dell'ordinamento che non appare opportuno derogare in assenza di ragioni specifiche che emergono con chiarezza dal contesto normativo di riferimento”. (2742-B), Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità Europee. Legge comunitaria 2004, approvato dal Senato e modificato dalla Camera dei deputati. (relazione alla 14 a Commissione. Seguito e conclusione dell'esame. Relazione di nulla osta con osservazioni e conclusioni). Resoconto sommario n. 421 del 25 gennaio 2005 della seduta in sede consultiva della Commissione Giustizia 2 del Senato.

²⁷¹ App. Torino, 34 gennaio 2008, rel. Patti (inedita), la sentenza è citata in CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, op., cit.

finanziari) ed una più grave per l'art. 185 TUF (idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari)". Pertanto le due norme, che "presentano la medesima rubrica prendendo in considerazione la stessa condotta e tutelando il medesimo bene giuridico, perseguono l'unica finalità di evitare la manipolazione di mercato". La predetta tesi non è stata condivisa dalla recente dottrina e giurisprudenza che hanno escluso che vi fosse una sovrapposizioni di condotte. In particolare, la giurisprudenza ritiene che l'art. 185 TUF, si differenzia dall'omologo art. 187-ter per la presenza di condotte qualificabili *lato sensu* come truffaldine o idonee a concretizzare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Due, dunque, sarebbero gli elementi specializzati che distinguono l'illecito penale da quello amministrativo: l'idoneità degli atti a cagionare il fatto illecito e la sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Di modo che l'illecito penale ha natura di reato di pericolo in concreto, mentre l'illecito amministrativo si prospetta come reato di pericolo astratto. Conformemente la dottrina²⁷² ritiene che le due fattispecie se pur comuni per l'identità dello scopo "evitare manovre fraudolente ai danni del mercato) e del mezzo espressivo utilizzato" (diffusioni di informazioni, voci o notizie) si diversificano proprio sul piano della tipicità: l'idoneità dell'informazione a provocare una sensibile alterazione del prezzo di un determinato titolo è qualcosa di assolutamente diverso dall'informazione fuorviante, che al più può essere idonea a provocare una sensibile alterazione del valore dello strumento finanziario. Sotto il profilo di classificazioni astratte, la distinzione tra le due tipologie di reati di pericolo è univocamente delineato dalla dottrina: nel caso di reato di pericolo in concreto, il pericolo è elemento costitutivo del reato, nei reati di pericolo astratto, il pericolo rimane fuori dalla fattispecie penale e la norma descrive fattori intrinsecamente dotati di efficienza causale rispetto all'offesa. La diversità tra le due condotte sotto il profilo della tipicità non può non portare conseguenze anche sul piano dell'accertamento da parte del giudice. Per procedere all'accertamento della fattispecie di manipolazione di mercato di tipo informativo sarà necessario per il giudicante procedere ad una corretta analisi controfattuale, ponendo a confronto ciò che si è verificato a seguito della notizia falsa con quello che si sarebbe verificato se la predetta notizia non fosse intervenuta e non con ciò che si sarebbe verificato se la notizia vera fosse stata data.

L'ambivalenza delle due condotte sul piano della tipicità non può che conseguentemente incidere sull'elemento soggettivo del reato, dovendo il dolo ancorchè generico per entrambe le norme, essere diversamente orientato. In particolare, giusto l'insegnamento

²⁷² CRESPI. *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, op., cit.

della dottrina penale, si dovrà esigere nel soggetto attivo una duplice consapevolezza: della falsità della notizia e dell' idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo dello strumento quotato in mercati regolamentati. Per la responsabilità amministrativa invece quel che si richiede è che il soggetto si sia reso conto che come conseguenza della sua condotta il mercato possa orientarsi diversamente rispetto alle scelte di investimento suggerite al risparmiatore, con possibile ricadute sul titolo preso di mira. In sintesi in alcun modo le due norme sono sovrapponibili stante la diversità strutturale sul piano contenutistico e sul quello dell' elemento soggettivo²⁷³.

14. *La diffusione di informazioni false o fuorvianti (ex art. 187-ter, co.1, TUF)*

L'art. 187-ter sanziona il comportamento che si realizza con la “diffusione di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti idonee a fornire indicazioni di paritario valore (“che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti”) in merito a strumenti finanziari”. Appare necessario soffermarsi sugli elementi costitutivi del reato in commento, ed in particolar modo degli elementi definatori dello stesso. Per “diffusione” s'intende la divulgazione in qualsiasi modo questa avvenga nei confronti di una generalità di persone. Peraltro, tenendo conto anche di quanto espresso in precedenza, si ritiene che vi sia diffusione anche quando via sia comunicazione ad una sola persona e si verifichi come effetto secondario la diffusione dell'informazione alla collettività. La norma specifica altresì, ma si badi che tale previsione non è in grado di tramutare il predetto illecito in un illecito a forma vincolata, che la diffusione può essere realizzata anche tramite *internet* o con ogni altro mezzo. L'oggetto della diffusione è costituito dalle “informazioni” dalle “notizie” e dalla “voci”, attraverso tale ultima locuzione il legislatore sembra non richiedere un dato che rappresenti la realtà storica, potendo così rientrare nell'ambito di

²⁷³ Ai fini di una “ragionevole delimitazione dell'aggrottaggio punibile” resta di particolare importanza l'insegnamento di uno studioso fra i più rappresentativi del diritto penale italiano quando rilevava che “può accadere che il soggetto, nel perseguire un dato scopo, per lo più di lucro, intenda trarre partito proprio dall'effetto di inganno, o di disorientamento, che la sua condotta è atta provocare: in tal caso l'effetto sarà intenzionale, ossia perseguito come fine, sia pure intermedio. Sussisterà dunque il reato. Può darsi invece che il soggetto faccia assegnamento sul gioco delle componenti obbiettive del mercato: gioco in cui la sua azione sia capace di inserirsi, determinando un nuovo equilibrio e un nuovo prezzo: indipendentemente da ciò che si figurano gli altri operatori. In questo caso il reato non sussiste neppure se il soggetto preveda, come risultato collaterale, l'altrui inganno o disorientamento; né è il caso di distinguere a seconda che tale risultato lo accetti o meno, oppure a seconda che lo preveda come certo o solo come possibile. Anche nel caso di una previsione certa riteniamo che il reato non sussista, in mancanza d'intenzione. Perché si tratta di conseguenze spesso inevitabili. Perché è lecito al soggetto, per dirla brutalmente, farsi i suoi affari anche a costo che il mercato resti turbato: non gli è lecito invece perseguire il turbamento del mercato, servirsene per i propri scopi”. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggrottaggio*, 1958, 111-112, ora anche in PEDRAZZI, *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, 2003, 95-96.

applicazione della norma anche i semplici *rumors*. Perché ricorra l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, le informazioni, le voci o le notizie diffuse devono essere non solo "false" o fuorvianti" ma anche suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti. Nell'ambito della nozione "fuorviante" possono essere ricomprese anche quelle informazioni, voci o notizie esagerate o tendenziose, dal momento che non è possibile porre in dubbio che anche quest'ultime sono in grado di orientare in modo scorretto chi opera nel mercato. Per integrare l'illecito amministrativo in discorso è necessario poi, come ulteriore elemento della fattispecie penale, che le notizie, informazioni, false o fuorvianti siano idonea a fornire indicazioni false o fuorvianti in relazione agli strumenti finanziari. Si richiama, quindi, una valutazione d'idoneità simile a quella relativa alla *price sensitivity*. Nello stesso senso, quindi, l'accertamento dell'idoneità della condotta a "fornire indicazioni false ovvero fuorvianti" dovrà passare attraverso l'esame del contesto spazio temporale entro cui collocare la vicenda storica nonché attraverso la valutazione delle concrete modalità della condotta. L'interprete nella valutazione di tale idoneità sarà certamente aiutato dalle disposizioni dell'Autorità di vigilanza, si è, infatti, già rammentato che, ai sensi dell'art. 187-ter, co. 7, TUF, la CONSOB deve individuare con le proprie disposizioni gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazione del mercato. Tuttavia la Commissione ha provveduto a tale opera di regolazione solo per alcune condotte (precisamente quelle indicate nelle lett. a), b), c.) indicate dal co. 3 dell'art. 187-ter TUF ma non per quella oggetto di analisi, la quale è disciplinata dal co. 1 dell'art. 187-ter). Per quanto concerne le condotte per le quali la CONSOB ha fissato gli elementi di valutazione dell'idoneità, ciò è avvenuto, come in precedenza ricordato, attraverso la modifica dell'art. 62 del Regolamento Mercati, il quale ha comunque solo valenza ricognitiva in quanto tipizza come elementi di idoneità gli esempi già previsti dall'art. 1 della direttiva 2003/6/CE e contenuti nell'allegato 4. A titolo di esempio, un comportamento che viene indicato nel predetto allegato è quello della diffusione di una valutazione su uno strumento finanziario dopo aver in precedenza preso posizione su di esso senza avere informato il pubblico di tale conflitto di interesse. Sempre sotto il medesimo profilo deve infine ricordarsi la nota comunicazione della CONSOB (n. DME/5078692 del 2005) con la quale l'Autorità di vigilanza ha fornito alcuni esempi di diffusione di notizie false o fuorvianti. Anche la predetta comunicazione ha comunque valenza solo ricognitiva in quanto si tratta degli esempi già indicati dal CESR nel documento "*Market Abuse Directive. Level 3 -First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive*" In tale ambito la CONSOB specifica che la manipolazione del mercato implica la diffusione

d'informazioni false o fuorvianti ma non richiede anche l'effettuazione di operazioni sul mercato.

L'Autorità di vigilanza, propone poi due esemplificazioni di diffusione di notizie false o fuorvianti²⁷⁴, si tratta dei c.d. *spreading false, misleading information through the media*, ovvero della diffusione di informazioni false o fuorvianti mediante mezzi di comunicazioni e dell'*other behaviour designed to spread false, misleading information*, ossia di altri comportamenti preordinati alla diffusione di informazioni false o fuorvianti, ma senza ricorrere ai mezzi di comunicazioni di massa. Relativamente all'ultima condotta descritta può aiutare alla comprensione della stessa un esempio concernente la movimentazione di merce realizzata per fare apparire che essa sia attivamente oggetto di scambi, tale comportamento potrà naturalmente incidere sulle scelte di investimento su un *future* avente ad oggetto proprio quella merce²⁷⁵.

15. La diffusione di informazioni false o fuorvianti ad opera di giornalisti (comma 2, art. 187-ter TUF)

L'art. 187-ter, co. 2, prevede una distinta disciplina per la diffusione di notizie false o fuorvianti da parte dei giornalisti nell'ambito dello svolgimento della loro attività professionale. Nello specifico, la norma *de qua* detta specifici criteri per valutare la responsabilità dei giornalisti²⁷⁶; la disposizione in oggetto precisa, in ossequio a quanto

²⁷⁴ LA CONSOB specifica, infatti, che detti esempi:

- a) hanno la mera finalità di fornire una guida agli operatori;
- b) sono scritti in linguaggio non tecnico-giuridico;
- c) costituiscono una elencazione non esaustiva e non limitano l'ambito di applicazione delle fattispecie cui sono riferiti;
- d) fanno riferimento a specifiche fattispecie di manipolazione del mercato previste dall'art. 187-ter del Testo unico, tuttavia esse possono ricondursi anche ad altre ipotesi ivi previste;
- e) sono tradotti dall'inglese ma non intendono modificare quanto espresso dal CESR.

²⁷⁵ L'art. 1 della direttiva 2003/6/CE indica alla lettera c) "l'utilizzo occasionale o regolare di mezzi di informazione tradizionali o elettronici per diffondere una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione sullo strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza avere allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interesse". Si è ritenuto di collocare la suddetta esemplificazione nell'ambito della trattazione della diffusione di notizie (prevista dal comma 1 dell'art. 187-ter TUF) perché l'operazione su strumenti finanziari da essa prevista (che è un elemento delle ipotesi di manipolazione del mercato prevista dal comma 3, lettere a e b, art. 187-ter TUF) è ipotizzata che sia posta in essere prima della diffusione delle notizie.

²⁷⁶ LUGHINI, *La manipolazione*, op., cit. 1476, sul punto osserva che "Contrariamente a quanto appare la norma non determina una sorta di limitazione della responsabilità per i giornalisti bensì individua criteri particolarmente rigorosi per la valutazione della loro colpa".

previsto dall'art. 1, co. 2, lett. c) della direttiva 2003/6/CE²⁷⁷, che la valutazione debba esplicitarsi tenendo conto delle norme di autoregolamentazione poste in essere dagli ordini dei giornalisti, con esclusione dei casi in cui il giornalista tragga direttamente o indirettamente un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle notizie medesime. In quest'ultima circostanza torneranno ad essere operativi gli ordinari criteri fissati dal comma 1 della norma in analisi²⁷⁸. Relativamente alla responsabilità dei giornalisti in materia di manipolazione del mercato, deve ricordarsi l'operatività per così dire "condizionata" della direttiva 2003/125/CE. In particolare, tale direttiva, concernente la diffusione di "raccomandazioni d'investimento" non trova applicazione a condizione che negli Stati membri i giornalisti siano soggetti a una disciplina che garantisca risultati equivalenti a quelli prefissati dalla direttiva²⁷⁹, tra le discipline a cui possono essere assoggettati i giornalisti per la non operatività della direttiva sono incluse anche le norme di autoregolamentazione degli ordini.

Le norme di autoregolamentazione a cui fa riferimento il co. 2 dell'art. 187-ter TUF devono essere individuate anzitutto nella "carta dei doveri del giornalista" ove si specifica che il giornalista deve "sempre verificare le informazioni ottenute dalle sue fonti, per accertarne l'attendibilità e per controllare l'origine di quanto viene diffuso all'opinione pubblica salvaguardando sempre la verità sostanziale dei fatti". Sempre nell'ambito dell'autoregolamentazione altre disposizioni particolarmente importanti si possono rintracciare nella "carta dei doveri per i giornalisti dell'informazione economica e finanziaria" che all'articolo 1 prevede che "il giornalista riferisce correttamente, cioè senza alterazioni e omissioni che ne alterino il vero significato, le informazioni di cui dispone,

²⁷⁷ La direttiva 2003/6/CE prevede all'art. 1 comma 2 lettera c) "con riferimento ai giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, tale diffusione d'informazioni va valutata [...] tenendo conto delle norme deontologiche proprie di detta professione, a meno che dette persone traggano, direttamente o indirettamente, vantaggi o benefici dalla diffusione delle informazioni in questione".

²⁷⁸ I complessivi effetti della scelta legislativa di distinguere la disciplina prevista per i giornalisti da quella generale sono approfonditi da LUGHINI, *La manipolazione*, op., cit. 1476. Si segnala sul punto che il coinvolgimento del giornalista in fatti di manipolazione del mercato era disciplinato dal previgente art. 5, L. 17 maggio 1991 n. 157, che prevedeva un'aggravante qualora il fatto fosse commesso con la stampa o con gli altri mezzi di diffusione di massa. A riguardo era stato a correttamente commentato, CRESPI, *Insider trading e frode*, op., cit. 1673, che la disposizione doveva essere vista non come un bavaglio alla libertà di stampa, ma un richiamo all'uso serio e credibile di uno strumento così potente.

²⁷⁹ Si può sinteticamente osservare che la direttiva 2003/125/CE regola le raccomandazioni di investimento indicando le doverose regole di condotta relativa alla diffusione di ricerche o altre informazioni destinati ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad un o più strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, ivi compresi i pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti. Lo scopo della direttiva è di garantire che: in merito a tale tipo d'informazioni, i fatti vengano tenuti chiaramente distinti dalle interpretazioni, dalle valutazioni, dalle opinioni o da altri tipi di informazioni non fattuali; che tutte le fonti siano attendibili oppure che, qualora vi siano dubbi sulla loro attendibilità, ciò venga chiaramente indicato; che tutte le proiezioni, tutte le previsioni e tutti gli obiettivi di prezzo siano chiaramente indicati come tali; che siano indicate le principali ipotesi elaborate nel formularli o nell'utilizzarli.

soprattutto se già diffuse dalle agenzie di stampa o comunque di dominio pubblico. L'obbligo sussiste anche quando la notizia riguardi il suo editore o il referente politico od economico dell'organo di stampa”.

Dalle norme citate consegue logicamente che il giornalista possa incorrere in responsabilità anche quando quest'ultimo abbia amplificato, mediante comunicazioni di massa, voci e/o *rumors* senza essersi precedentemente assicurato della loro veridicità. Nella valutazione della responsabilità amministrativa del giornalista si dovrà comunque considerare il contesto fattuale in cui opera il medesimo, tenendo in tal modo conto della “tipologia di giornalismo”²⁸⁰ di cui si tratta. Si ricorda che il giornalista che abbia in via diretta o indiretta tratta un vantaggio o un profitto dalla diffusione sarà comunque considerato responsabile indipendentemente dalla circostanza che lo stesso si sia attenuto alle norme di autoregolamentazione. Per quanto concerne il beneficio tratto dal giornalista questo può essere tanto economico sia consistere in qualsivoglia utilità, visto l'accostamento accanto al termine profitto di quello di vantaggio che non richiama una mera valutazione economica²⁸¹. Naturalmente il giornalista non potrà, in presenza di diffusione di notizie false o fuorvianti, far valere la scriminante del diritto di cronaca che si colloca nell'ambito della scriminante dell'esercizio di un diritto, in considerazione del fatto che tra i requisiti di tale causa di esenzione vi è la veridicità almeno putativa della notizia.

16. *L'effettuazione di operazioni e ordini di compravendita (lett. a) e b) co.3, art. 187-ter TUF)*

Come sopra accennato la manipolazione del mercato può essere realizzata mediante molteplici condotte tra queste vi è l'effettuazione delle operazioni od ordini di compravendita, quale condotta regolata dalla lett. a) e b) del co. 3, art. 187-ter TUF che consiste in quelle operazioni che “forniscano o siano idonee a fornire indicazioni false o

²⁸⁰ LUGHINI, *La manipolazione*, op., cit. 1477, sul punto osserva che “si deve necessariamente tenere conto anche della tipologia di giornalismo: ad esempio, quanto ad idoneità decettiva sono qualitativamente diverse notizie sul *management* di una società quotata in borsa espresse in una trasmissione sportiva rispetto a quelle contenute in un articolo nella pagina della finanza di un giornale economico. La diversa pericolosità di un giornalismo non direttamente orientato ad orientare le valutazioni degli investitori finanziari si riflette anche in una diversa ricostruzione delle regole di diligenza: più ci si allontana da un'informazione direttamente orientata al mercato e più si attenua il rigore informativo sopra descritto, in quanto è più attenuato e sullo sfondo la possibilità che la diffusione possa incidere sulle scelte degli investitori”.

²⁸¹ Diversamente LUNGHINI, *La manipolazione*, op., cit. 1477, che sul punto osserva che “il rigore delle conseguenze, ovvero la sussistenza di fatto automatica della colpa in tali ipotesi, porta ad interpretare in modo restrittivo il concetto di vantaggio o profitto, richiedendo un riflesso economicamente apprezzabile che abbia motivato la manipolazione informativa compiuta dal giornalista”.

fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari” o “consentono, tramite l’azione di una o di più persone che agiscono in concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o di più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale”. Tuttavia le suddette condotte non rilevano, sotto il profilo dell’illiceità della condotta, se colui che le ha realizzate dimostri di avere agito “per motivi legittimi” e “in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato di interesse”. Per prassi di mercato s’intendono quelle che regole di comportamento che attengono al mercato e sono state individuate dalla CONSOB come pratiche sostanzialmente corrette. Relativamente a tale profilo, come si ricorderà la CONSOB ha individuato i criteri e le modalità per l’individuazione delle prassi ammesse agli artt. 59 e 60 del Regolamento Mercati²⁸².

17. L’effettuazione di altri artifici (lett. c) e d), co. 3, art. 187-ter TUF)

Tra le altre condotte con cui può essere realizzata la manipolazione di mercato vi è quella regolata dalle lett. c) e d) dell’art. 187-ter che consistono rispettivamente nelle “operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici o ogni altro tipo di inganno o di espediente”, cioè della condotta delineata alla lettera c), comma 3, art. 187-ter TUF, e dell’utilizzo di “altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari”, condotta quest’ultima prevista alla lettera d), co. 3, art. 187-ter TUF che ha una funzione di chiusura nella determinazione dell’illecito amministrativo. Nel Regolamento Mercati la CONSOB ha individuato gli elementi che devono essere utilizzati come parametro di valutazione nella fattispecie oggetto di esame. Nello specifico, l’art. 62, co. 4, indica come condotte esemplificative di manipolazione del mercato quelle previste nell’art. 1, direttiva 2003/6/CE e contenuti nell’allegato 4. Il testo normativo indicato fornisce due esempi delle condotte in analisi. In primo luogo, l’acquisto o la vendita di strumenti finanziari, al momento della chiusura del mercato, che può produrre l’effetto di ingannare gli investitori che operano sulla base dei prezzi di chiusura e, in secondo luogo, il comportamento di una persona o più persone che agiscono di concerto per acquisire una posizione dominante sull’offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario, comportamento che abbia l’effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o determinare altre condizioni commerciali non corrette.

²⁸² Regolamento CONSOB n. 11768 del 1998, modificato da ultimo, per quanto qui d’interesse, dalla delibera CONSOB n. 15233 del 2005.

18. *Gli elementi e le circostanze da valutare, ai sensi del comma 7 dell'art. 187-ter TUF per l'identificazione delle manipolazioni del mercato previste dalla medesima norma alla lettera c) co. 3.*

Nella valutazione dei comportamenti idonei a configurare le ipotesi di manipolazione del mercato in esame si devono prendere in considerazione gli elementi e le circostanze individuate nell'art. 62 del Regolamento Mercati, occorre da subito precisare che si tratta comunque di un elenco meramente esemplificativo e niente affatto esaustivo. L'art. 62 del Regolamento Mercati precisa che “gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite sono preceduti o seguiti dalla diffusione d'informazioni false o fuorvianti da parte delle persone che hanno impartito gli ordini o eseguito le operazioni o da persone ad esse collegate; se vengono impartiti ordini di compravendita o eseguite operazioni da parte di persone prima o dopo che le stesse persone o persone ad esse collegate abbiano elaborato o diffuso ricerche o raccomandazioni di investimento errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi rilevanti”, si specifica, comunque, che l'elencazione non deve essere considerata esaustiva e che gli elementi e le circostanze descritti non costituiscono di per sé necessariamente una manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 187-ter, co. 3, TUF.

19. *Gli esempi di manipolazione del mercato di cui alla lett. c), co. 3, art. 187-ter TUF, indicati dalla CONSOB*

L'autorità di vigilanza ha fornito alcuni esempi dei casi di manipolazione del mercato disciplinati dalla lett. c), co. 3, art. 187-ter TUF, mediante la comunicazione n. DME/5078692 del 2005.

In particolare nella comunicazione della CONSOB si fa riferimento alla *transactions involving fictitious devices, deception*, cioè le operazioni che utilizzano artifici, inganni o espedienti, previste dalla lettera c), co. 3, art. 187-ter, alle operazioni di *concealing ownership*²⁸³, che mirano a celare le proprietà azionarie, di *dissemination of false or*

²⁸³ Il *concealing ownership* prevede la conclusione di un'operazione o di una serie di operazioni per nascondere quale sia la vera proprietà su uno strumento finanziario, tramite la comunicazione al pubblico – in violazione alle norme che regolano la trasparenza degli assetti proprietari – della proprietà di strumenti finanziari a nome di altri soggetti collusi. La comunicazione al pubblico risulta fuorviante rispetto alla vera proprietà degli strumenti finanziari. (Questo comportamento non riguarda i casi in cui esistono motivi legittimi che consentono l'intestazione degli strumenti finanziari in nome di un soggetto diverso dal proprietario. Inoltre, una scorretta comunicazione di una partecipazione rilevante non implica necessariamente una manipolazione del mercato).

*misleading market information through media, including the internet, or by any other means*²⁸⁴, ovvero la diffusione di informazioni di mercato false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione, compreso Internet, o mediante qualsiasi altro mezzo, di *pump and dump*²⁸⁵, cioè gonfiare e scaricare e *trash and cash*²⁸⁶, cioè screditare e incassare, *opening a position and closing it immediately after its public disclosure*²⁸⁷, cioè aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico.

20. I motivi legittimi e le prassi ammesse (co. 4, art. 187-ter, TUF)

L'art. 187-ter, co. 4, TUF prevede una peculiare causa di esclusione della punibilità relativamente agli illeciti commessi da chi dimostri di avere agito per motivi legittimi ed in conformità alle "prassi ammesse". Naturalmente la prova dell'aver agito in presenza delle predette circostanze deve essere data dal soggetto a cui è attribuita la commissione di tali comportamenti. Secondo il tenore letterale della norma poi occorre che i requisiti richiesti ricorrano congiuntamente, non basta quindi avere agito per motivi legittimi ma occorre altresì la condotta sia conforme alle prassi di mercato individuate dalla CONSOB. Relativamente alle prassi ammesse come si ricorderà la CONSOB mediante la modifica del Regolamento Mercati, ha provveduto a definire i criteri per l'ammissione di tali prassi e le procedure per la loro ammissione ma non le prassi stesse. Circa i criteri di ammissibilità delle prassi, si deve specificare che per ammettere una prassi si deve tenere conto di una serie di elementi che possono fornire indicazioni utili sull'eventuale grado di offensività della prassi stessa rispetto al regolare funzionamento del mercato ed alla regolare

²⁸⁴ I *dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means* è effettuato con l'intenzione di muovere il prezzo di un titolo, di un contratto derivato o di un'attività sottostante verso una direzione che favorisce la posizione aperta su tali strumenti finanziari o attività o favorisce un'operazione già pianificata dal soggetto che diffonde l'informazione.

²⁸⁵ Il *pump and dump* consiste nell'aprire una posizione lunga su uno strumento finanziario e quindi nell'effettuare ulteriori acquisti e/o diffondere fuorvianti informazioni positive sullo strumento finanziario in modo da aumentarne il prezzo. Gli altri partecipanti al mercato vengono quindi ingannati dal risultante effetto sul prezzo e sono indotti ad effettuare ulteriori acquisti. Il manipolatore vende così gli strumenti finanziari a prezzi più elevati.

²⁸⁶ Il *trash and cash* rappresenta un comportamento esattamente opposto al "pump and dump" ed è rappresentato dal comportamento di chi soggetto prende una posizione ribassista su uno strumento finanziario ed effettua un'ulteriore attività di vendita e/o diffonde fuorvianti informazioni negative sullo strumento finanziario in modo da ridurne il prezzo. Il manipolatore chiude così la posizione dopo la caduta del prezzo.

²⁸⁷ L'*opening a position and closing it immediately after its public disclosure* è solitamente posto in essere da grandi investitori o da gestori di patrimoni le cui scelte di investimento sono considerate dagli altri partecipanti al mercato come indicazioni rilevanti per la stima del futuro andamento dei prezzi. Tipicamente la condotta consiste nell'aprire una posizione e, quindi, nel chiuderla immediatamente dopo aver comunicato al pubblico di averla aperta, enfatizzando l'obiettivo di lungo periodo dell'investimento. Comunque, il comunicato al pubblico non assume di per sé alcun connotato manipolativo se è richiesto esplicitamente dalla disciplina o se è dalla stessa permesso.

interazione tra domanda e offerta²⁸⁸. Sul punto si segnala che il CESR ha elaborato nel 2005 i criteri per definire le *accepted market practices* e nel 2005 ha pubblicato il documento *frequently asked questions, accepted market practices (AMP's)*.

21. La rilevanza della comunicazione CONSOB n. DME/5078692 del 2005

Nell'ambito della manipolazione del mercato si è già detto della rilevanza della comunicazione CONSOB n. DME/5078692 del 2005, per comprendere correttamente quest'ultima non ci si può esimere dal ricordare il contesto in cui lo stessa si è collocata. Nello specifico, in sede di modificazione del Regolamento Mercati²⁸⁹, la CONSOB ha dato il via alle consultazioni con gli operatori del mercato ed in particolare, con le categorie rappresentative di quest'ultimi²⁹⁰, al fine di conoscere eventuali osservazioni sulle modifiche in oggetto. Tali osservazioni, o almeno alcune di esse, hanno particolare rilevanza per quanto concerne gli aspetti della manipolazione del mercato perché aiutano a comprendere le opinioni del "mercato" sugli elementi costitutivi di tale fattispecie, nonché l'interazione tra l'interpretazione della preposto organo comunitario con quello del mercato italiano. Anzitutto si è sconsigliato l'introduzione nel Regolamento Mercati degli esempi

²⁸⁸ Art. 59, comma 1, lettera b, Regolamento Mercati. Nel tener conto di tale condizione la CONSOB analizza in particolare l'impatto della prassi rispetto ai principali parametri di mercato, quali le specifiche condizioni del mercato prima di porre in essere tale prassi, la formazione del prezzo medio ponderato di una singola sessione o del prezzo di chiusura giornaliero. Si dovranno pertanto considerare i seguenti aspetti:

- il grado di trasparenza della prassi rispetto all'intero mercato e il suo livello di impatto sulla liquidità e sull'efficienza del mercato;
- il grado in cui essa tiene conto dei meccanismi di negoziazione dei mercati interessati e permette ai partecipanti al mercato di reagire prontamente e adeguatamente alla nuova situazione creata dalla prassi stessa;
- il rischio inerente alla prassi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità europea;
- l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato svolte da un'autorità competente o da altra autorità (il riferimento è alle autorità competenti di cui all'art. 12, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE), con particolare riguardo alle ipotesi in cui la prassi abbia violato norme e regole dirette a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, sul relativo mercato o su mercati direttamente o indirettamente connessi nella Comunità europea;
- le caratteristiche strutturali del mercato interessato, ivi compresa la circostanza che trattasi di mercato regolamentato o non;
- il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.

²⁸⁹ Il 13 maggio 2005 la CONSOB ha diffuso un documento di consultazione riguardante le proposte di modifica al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati a seguito delle modifiche e integrazioni apportate al TUF dalla legge comunitaria 200 al fine del recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato: Direttiva 2003/6/CE, Direttiva 2003/124/CE, Direttiva 2003/125/CE, Direttiva 2004/72/CE e Regolamento (CE) n. 2273/2003.

²⁹⁰ Abi, Aiaf, Assogestioni, Assonime, Assosim, Borsa Italiana spa, Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti (CNCU), Fitch Ratings, Freshfields Bruckhaus Deringer, Italian Society of Investment Professional's (ISIP), Moody's Italia srl, Ordine dei Giornalisti - Consiglio Nazionale, Studio legale Vita Samory, Fabbrini e Associati, Siat, Standard & Poor's, Tlx spa.

prodotti dal CESR perché si sarebbe potuto sostenere la prevalenza dei predetti rispetto alle definizioni del TUF. In relazione a tale considerazione, la CONSOB ha ritenuto di non introdurre tali esempi nel Regolamento Mercati e di riportarsi invece in una propria comunicazione di carattere generale (appunto la n. DME/5078692 del 2005) specificando comunque che tali esempi non incidono in alcun modo sulla interpretazione delle definizioni di manipolazione del mercato indicate nel TUF. Si è in secondo luogo messo in evidenza nel corso delle consultazioni che alcuni esempi citati dal CESR di manipolazione del mercato sembravano richiedere il dolo specifico²⁹¹. A tal riguardo la CONSOB ha precisato²⁹² che la proposta da parte del CESR di alcuni esempi di comportamento connotati da intento manipolativo non implicano che in mancanza di quel comportamento non si rientri nella definizione di manipolazione del mercato prevista dal TUF. È possibile, quindi, agevolmente rilevare come la CONSOB, per un verso, affermi e sostenga l'irrelevanza della valenza interpretativa degli esempi del CESR rispetto al TUF mentre, per altro verso, sottolinei come il CESR abbia descritto "casi che cadono nettamente dentro la definizione di manipolazione di mercato" o, comunque, casi che forniscano l'intuizione di elementi manipolativi rilevanti²⁹³.

Sarebbe da chiedersi come sia possibile che esempi, dalla stessa CONSOB definiti chiare ipotesi di manipolazione di mercato, non possano incidere sull'interpretazione delle norme del TUF che disciplinano la manipolazione stessa, non fosse altro che per il giudizio che di tali esempi ha dato la CONSOB medesima.

²⁹¹ Sull'utilizzo dell'espressione dolo specifico o intento manipolativo si può osservare, con estrema sintesi, che l'indicazione dell'elemento soggettivo, peraltro nella sua forma specifica, nell'esemplificazione di un illecito amministrativo appare di non immediata comprensione seppur proveniente da un istituzione estera qual è il CESR.

²⁹² L'atto della CONSOB intitolato "*Revisione regolamenti emittenti e mercati, Recepimento della direttiva europea sugli abusi di mercato, esito delle consultazioni, 29 novembre 2005*" riporta al paragrafo n. 183 un sunto delle osservazioni formulate sul tema oggetto di analisi: "sono state formulate alcune critiche all'inserimento degli esempi prodotti dal CESR nei regolamenti CONSOB (sia pure negli allegati), in quanto verrebbe attenuata comunque la portata dei *caveat* contenuti al primo comma dell'allegato, quale quello che esclude ogni loro valenza interpretativa delle definizioni indicate nel Testo unico. E' stato poi sottolineato che alcuni esempi del CESR sembrano richiedere il dolo specifico, che, invece, non è previsto dal Testo unico".

²⁹³ L'atto della CONSOB intitolato "*Revisione regolamenti emittenti e mercati, Recepimento della direttiva europea sugli abusi di mercato, esito delle consultazioni, 29 novembre 2005*" riporta al paragrafo n. 184. quanto ritenuto dalla CONSOB in merito alle osservazioni in argomento: "Al fine di evitare confusioni nell'attuazione della disciplina si accoglie la proposta di rimuovere gli esempi del CESR dal regolamento per inserirli in una comunicazione di carattere generale. Si ribadisce in margine che gli esempi prodotti dal CESR non incidono sulla interpretazione delle definizioni di manipolazione del mercato indicate nel Testo unico. In particolare, si precisa che laddove un esempio del CESR prevede la presenza dell'intento manipolativo o del dolo specifico da parte dell'agente, ciò non implica in alcun modo che in mancanza dell'intento manipolativo o del dolo specifico quel comportamento non possa rientrare nella definizione di manipolazione del mercato fornita dal Testo unico. Per la brevità che contraddistingue necessariamente gli esempi, il CESR ha voluto descrivere casi che cadono nettamente dentro la definizione di manipolazione del mercato o, comunque, casi che forniscono l'intuizione di elementi manipolativi importanti per le valutazioni".

22. Applicazioni giurisprudenziali: la scalata di BNL e la manipolazione del mercato.

Particolarmente interessante, soprattutto per quanto riguarda gli aspetti costitutivi della fattispecie incriminatrice relativa alla manipolazione del mercato è il caso UNIPOL concernente la scalata di BNL. In particolare dalla ricostruzione della vicenda effettuata dal Tribunale di Milano²⁹⁴ emergeva che nel mese di maggio 2005, la distribuzione del capitale sociale della BNL era caratterizzata dal fronteggiarsi di due gruppi di azionisti, l'uno denominato il patto²⁹⁵ e l'altro il "contropatto". Dalla ricostruzione effettuata dal giudice di merito emergeva che vertici di UNIPOL avessero, quindi, segretamente concluso, con la collaborazione dell'allora Governatore della Banca di Italia Fazio, un accordo con un gruppo di azionisti di minoranza di BNL dediti prevalentemente al mercato immobiliare²⁹⁶, i quali miravano all'acquisizione di una influenza dominante sulla BNL. In base al predetto contropatto, gli azionisti s'impegnavano a non aderire all'offerta pubblica di scambio di azioni BNL lanciata, nello stesso anno, dal Banco di Bilbao. Contemporaneamente le parti si accordavano affinché UNIPOL e gli azionisti facenti parti del contropatto potessero acquistare congiuntamente un'influenza dominante sulla stessa BNL senza dover effettuare il lancio di offerta pubblica di acquisto da contrapporre alla OPS del Banco di Bilbao. Alla luce della ricostruzione del Tribunale di Milano, la UNIPOL e altri soggetti alla stessa collegata effettuarono successivi acquisti di azioni BNL senza rivelare al mercato l'esistenza di un accordo già stipulato con il contropatto. Infatti, laddove tale accordo fosse stato reso noto tutti i partecipanti al patto avrebbero dovuto, in base al combinato disposto degli artt. 106 e 109 TUF lanciare una OPA obbligatoria appena la quota di azioni posseduta dai paciscenti avesse superato la soglia del 30% del capitale sociale. Invece la finalità specifica del patto era proprio quella di consentire a UNIPOL una scalata occulta di BNL. Sul presupposto che nei fatti illustrati potesse ravvisarsi una condotta di manipolazione del mercato, sotto il profilo degli "altri raggiri idonei a provocare una sensibile alterazione dei prezzi" delle azioni BNL nonché sulla convinzione che le informazioni date agli azionisti da UNIPOL fossero false in quanto dirette a nascondere l'elusione dell'OPA, accreditando invece la tesi per cui le acquisizioni fossero dirette a tutelare le azioni BNL dall'acquisto del Banco di Bilbao, il Procuratore della

²⁹⁴ Tribunale di Milano, I sez. penale, sent. 31 ottobre 2011 (dep. 15 dicembre 2011), Pres. ed est. Ichino, Est. Bertoja e Rizzardi.

²⁹⁵ Il quale comprendeva le società Banco Bilbao Vizcaya Argentana s.a. (BBVA), Generali e Dorint e deteneva complessivamente il 28,39% delle azioni.

²⁹⁶ Detentori complessivamente di una quota pari al 24/25% del capitale. Vi era inoltre anche un gruppo minore denominato "pattino", comprendente la Banca Popolare di Vicenza e il Monte dei Paschi di Siena, titolare all'incirca del 7%, e di un fantomatico "pacchetto argentino", sulla cui consistenza e titolarità gli atti non forniscono dati certi; il residuo "flottante" era sparso fra soci minori e risparmiatori.

Repubblica di Milano, esercitava l'azione penale per concorso nel delitto di aggio manipolativo e informativo. Il Tribunale di Milano, recependo le considerazioni del p.m, emetteva sentenza di condanna, in particolare riteneva sussistente l'aggio manipolativo nella condotta volta ad eludere la disciplina dell'OPS del Banco di Bilbao, attraverso la stipulazione di un patto parasociale non dichiarato agli azionisti. La Corte di Appello di Milano riformava, tuttavia, la sentenza assolvendo gli imputati relativamente al reato di aggio manipolativo in quanto mancava la prova che il "contropatto" fosse realmente stato concluso. Una volta accertata tale carenza, in ossequio al principio devolutivo, non rientrava nei poteri della Corte di Appello una riconsiderazione complessiva del fatto. Avverso tale sentenza proponeva ricorso in Cassazione il Procuratore della Repubblica di Milano. La Corte di Cassazione²⁹⁷ con una lunga sentenza enuncia principi profondamente rilevanti in materia di abusi di mercato, con particolare riguardo alla condotta manipolativa. Anzitutto con riguardo alla competenza del Tribunale di Milano, su cui si era già soffermata la Corte di Appello, si afferma che il reato di cui all'art. 185 TUF costituisce un reato di mera condotta la cui consumazione si verifica nel luogo in cui viene posta in essere la fase conclusiva della fattispecie incriminatrice, nel caso di aggio manipolativo ciò avviene nel luogo in cui viene posto in essere il primo atto concretamente idoneo a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Nel caso di specie quindi l'atto consumativo dell'illecito si verifica nel momento in cui l'acquisto delle azioni viene immesso nella rete telematica del mercato borsistico, indipendentemente dal momento in cui tale acquisto viene registrato sul conto. Pertanto il momento consumativo deve individuarsi in quello in cui l'azione può esercitare i diritti ed i privilegi connessi alla propria posizione. Più rilevante il vizio relativo concernente il fatto secondo cui la Corte di Appello, una volta esclusa la prova del c.d. "contropatto" avrebbe omesso una diversa ricostruzione della vicenda sulla base del materiale probatorio portato a sua conoscenza, e quindi la verifica di altri profili di responsabilità nella condotta degli imputati, pur sempre nell'area dell'imputazione formulata. I giudici di piazza Cavour, nel cassare con rinvio la sentenza della Corte di Appello di Milano, mettono in evidenza come nel caso di specie la Corte di Appello sia incorsa in errore nella differenza tra il principio devolutivo e quello ben diverso della correlazione tra imputazione e sentenza. La Corte di Appello nella sentenza impugnata affermava espressamente la falsità dei comunicati emessi dall'UNIPOL per giustificare gli acquisti delle azioni BNL, ma non si è interrogata se tali comunicati potessero anche integrare il reato di cui all'art. 185 TUF, ovvero se le notizie, comunque accertate come

²⁹⁷ Cass. pen. sez. IV, 7. Dicembre 2012, n. 49326.

false, avessero in sé la potenzialità di provocare una alterazione dei prezzi. Di modo che la Corte di Appello non si è attenuta all'imputazione formulata dal pm, dovendo la stessa verificare se i singoli acquisti sebbene leciti singolarmente non dessero luogo ad una operazione complessivamente illecita.

23. Il caso UNIPOL e la manipolazione del mercato: la Cassazione fa il punto sulla natura del reato

In un recentissimo intervento la Corte di Cassazione²⁹⁸ si è lungamente soffermata sulla natura di reato di pericolo delle fattispecie di aggio e di manipolazione del mercato, come è noto i due reati si differenziano tra loro solo per il diverso bene giuridico tutelato: il primo strumenti finanziari non quotati, il secondo quelli quotati. Il caso preso in esame dagli ermellini ha ad oggetto la parziale riforma della sentenza, da parte della Corte di Appello, del Tribunale di Milano che in data 14.04.2008 condannava il direttore finanziario della UNIPOL S.p.a. alla pena di dieci mesi di reclusione per i reati di cui agli artt. 2637 c.c. e 185 TUF commessi mediante acquisto di azioni UNIPOL privilegiate da parte della Meieaurora s.p.a, società appartenente al Gruppo UNIPOL, ed amministrata proprio dal direttore finanziario di quest'ultima, con modalità tali da creare una tendenza al rialzo progressivo del prezzo dei titoli, dei quali un pacchetto di 4,5 milioni veniva venduto ad un prezzo unitario di euro 1,76 dalla Finsoe s.p.a, società controllante la UNIPOL, con un elevato vantaggio economico. Il reato oggetto di contestazione ricade, quindi, nella figura del c.d. aggio operativo o manipolativo in strumenti finanziari, commesso, secondo l'accusa, con artifici consistiti in acquisti ripetuti in giorni ravvicinati di azioni Unipol privilegiate, tali da produrre un anomalo rialzo della valutazione dei titoli, alterandone il normale andamento sul mercato. La Cassazione al fine di determinare il *locus commissi delicti* si sofferma sulla natura dei reati in esame, nonché sulle modalità di accertamento che devono essere compiuti per verificare se le condotte criminose abbiano o meno verificato una sensibile alterazione dei prezzi, evento pericoloso previsto da entrambe le fattispecie. In particolare i giudici di Piazza Cavour confermano la competenza del Tribunale di Milano, aversata invece dalla difesa, alla luce della considerazione che a Milano si trovava la sede del mercato borsistico presso il quale si manifestava l'operatività della condotta nella sua attitudine a produrre l'alterazione del prezzo delle azioni²⁹⁹. Gli

²⁹⁸ Cass. pen.V. sez. 29 gennaio 2013, 4324.

²⁹⁹ Di contrario avviso i ricorrenti che, deducendo la violazione di legge e difetto di motivazione osservavano, che, a seguito della fusione di Borsa Italiana s.p.a. con *London Exchange Limited*, il mercato

ermellini condividono l'assunto della difesa secondo cui le fattispecie in esame rientrano nell'ambito dei reati di mera condotta, rimanendo estraneo, sotto il profilo della consumazione del reato, l'evento pericoloso ossia il verificarsi o meno dell'alterazione del prezzo dei titoli.

Tuttavia secondo la Suprema Corte la condotta materiale non esaurisce gli elementi costitutivi della fattispecie criminosa, dal momento che all'interno della tipizzazione fissata dalla norma confluiscono anche le modalità della medesima, che devono essere tali da produrre una sensibile alterazione del valore degli strumenti finanziari. L'accertamento del giudice deve, dunque, estendersi alla verifica del pericolo di alterazione dei prezzi, ma non in quanto risultato causale della condotta, ma come modalità di quest'ultima. Si tratta, specifica la Cassazione di una categoria di reati definiti "di pericolo astratto-concreto". L'intento di tale classificazione è quello di sottolineare la particolare posizione assunta nella predetta fattispecie del pericolo. Il reato, dunque, si perfeziona nel momento in cui la condotta acquisisce connotati di concreta lesività, ovvero quando si verifichi il pericolo di alterazione del normale corso dei titoli. L'offensività della condotta è, tuttavia, da accertarsi secondo il paradigma dell'offensività in concreto, non è dunque sufficiente l'astratta potenzialità lesiva della condotta, ma occorre che tali potenzialità lesive si possano concretamente realizzare. Afferma la Suprema Corte che "in quanto attinente all'andamento del mercato finanziario, l'offensività diviene concreta nel momento in cui la condotta si manifesta nel mercato, venendo a conoscenza degli operatori; passaggio fattuale, questo, ineludibile perché il fatto assuma rilevanza penale, risultando effettivamente produttivo di effetti distorsivi sulla valutazione dei titoli". Applicando il predetto ragionamento al caso in esame, risulta chiaro che il luogo di consumazione ai sensi dell'art. 8 c.p.p. non può che essere quello in cui gli ordini di acquisto vengono effettuati, consumandosi così il reato in oggetto nel momento in cui la condotta perviene a conoscenza del mercato.

borsistico italiano si serve della piattaforma digitale inglese; che comunque il reato contestato è fattispecie di mera condotta che, pur se connotata da modalità idonee a produrre un determinato evento, lascia tuttavia quest'ultimo estraneo alla consumazione del reato. Di conseguenza la difesa riteneva che la competenza territoriale fosse pertanto determinata nel caso di specie dal luogo di conclusione dell'acquisto dei titoli.

24. La costituzione di parte civile degli italiani contro le agenzie di rating per il reato di manipolazione di mercato: il caso Moody's

Un'interessante questione, che recentemente ha assunto anche agli onori della cronaca, riguarda la costituzione di parte civile di ogni italiano nel processo contro famose agenzie di *rating* imputate del reato di agiotaggio e di manipolazione del mercato. La vicenda ha inizio nel 2010 con la denuncia del presidente dell'ADUSBEF³⁰⁰, dalla quale hanno preso avvio le inchieste sulle agenzie di *rating* della Procura di Trani. I pubblici ministeri, in particolare, accusano i vertici delle agenzie (si trattava delle note agenzie di rating *Moody's* e *Fitch*) di manipolazione del mercato continua e pluriaggravata, nelle specifico, aggravata dalla rilevante offensività dei comportamenti in quanto commessi in danno dello Stato italiano. Ciò in quanto i dirigenti nonché gli analisti apicali della Agenzia *Moody's* esercitando una attività di *rating*, attraverso la quale formulavano e rilasciavano valutazioni sul merito creditizio e sull'affidabilità di una entità di emittenti titoli di debito fungendo, così, da intermediaria di informazioni tra gli investitori e coloro che – come banche e Stati sovrani – emettono titoli di debito, avevano divulgato un annuncio, a mercato aperti, relativo al rischio di contagio sovrano a specifici sistemi bancari. Mediante il predetto annuncio si suggeriva, intenzionalmente, facendo tra l'altro uso di ambiguo e tendenzioso artificio argomentativo, di una relazione tra il “rischio Grecia” e la “rischiosità” delle Banche italiane, paventando così un rischio di contagio all'Italia della crisi del debito sovrano della Grecia. La rischiosità paventata era in realtà inesistente alla luce dei dati ufficiali³⁰¹ in possesso delle agenzie di *rating*. Come diretta conseguenza del menzionato annuncio, successivamente diffuso dai principali strumenti di informazione, si è verificato un minore affidamento degli investitori circa la stabilità patrimoniale dei gruppi bancari italiani e un sensibile deprezzamento dei titoli bancari italiani quotati³⁰². Ambedue le agenzie di *rating* hanno, dunque, violato le norme del Regolamento europeo sull'attività di *rating* che impongono “trasparenza, correttezza, completezza e qualità adeguata” delle informazioni di rendere ai mercati, non solo ma attraverso “artifici

³⁰⁰ La vicenda è descritta nella sua totalità nell'avviso all'indagato delle conclusioni delle indagini preliminari e informazione di garanzia (ex art. 415-bis – 369 c.p.p.) reperibile sul sito internet della procura di Trani.

³⁰¹ A tenore dei quali l'esposizione delle Banche italiane nei confronti della Grecia era bassa e pari - sul totale delle attività nei confronti di soggetti esteri - all'1,2%, a fronte del 6% delle Banche portoghesi, del 2,9% delle Banche francesi, e dell'1,4% di quelle tedesche.

³⁰² Mentre prima del 6/5/2010 (segnatamente tra il 26 aprile e il 5/5/2010) il rendimento anormale medio cumulato dalle banche italiane era pari a - 1,82% (nettamente migliore di quello delle banche di Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo pari a - 4,91% ed addirittura migliore di quello delle banche dei Paesi UE non in crisi, pari a - 2,32%), in conseguenza del Comunicato di *Moody's* e dopo di esso (segnatamente dal 6/5 al 14/5/2010) il rendimento anormale medio per le banche dei Paesi UE non in crisi era leggermente positivo (+0,18%), mentre restava negativo per le Banche italiane toccando un valore (- 1,79%) addirittura lievemente peggiore di quello delle Banche dei GIPS Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo.

informativi” integranti condotte solo in apparenza lecite, ma effettivamente illecite ai sensi e per gli effetti di cui gli artt. 2637 c.c. e 185 TUF, che, per come combinate tra loro, hanno realizzato il reato di manipolazione del mercato, in quanto gli stessi fornivano ai mercati finanziari (*rectius* agli investitori) informazioni tendenziose e distorte, e come tali falsate, in merito alla affidabilità creditizia del sistema bancario italiano, idonee a disincentivare l’acquisto di titoli bancari italiani e a deprezzarne così il valore. In particolare gli “artifici” consistevano tanto nella scelta mirata dei tempi della comunicazione, operata a mercati aperti e a contrattazioni in pieno svolgimento, condizioni queste in cui gli annunci se non corretti, chiari e trasparenti, sortiscono effetti di turbolenza e volatilità sui mercati, quanto, sia nell’utilizzo di uno strumento scarno e eccessivamente sintetico (appunto l’annuncio/*announcement*) sia nell’impiego di tecniche argomentative suggestive, ambigue e foriere di allarme. Attraverso le condotte illustrate le agenzie di *rating* ponevano, dunque, in essere artifici a carattere informativo concretamente idonei a incidere in modo significativo sull’affidamento che il pubblico (investitori nazionali e internazionali) ripone nella stabilità patrimoniale delle banche o dei gruppi bancari italiani (art.2637) e provocano altresì un sensibile deprezzamento dei titoli bancari (art. 185 TUF). Come già accennato tali fatti sono ritenuti aggravati sia ai sensi dell’art. 185 TUF perché di rilevante offensività in quanto commessi in danno del sistema Italia nel suo complesso, sia ai sensi dell’art. 61. n. 7 c.p. per avere cagionato al sistema Italia ed in particolare ai suoi cittadini, investitori o non, un danno patrimoniale e non patrimoniale di rilevantissima gravità. Nello stesso periodo il procuratore generale della Corte dei Conti ha aperto un’istruttoria sui rapporti diffusi da *Moody’s* e *Fitch*, tra maggio e novembre 2011, sul debito pubblico italiano quantificando il possibile danno erariale provocato dai *report* nella somma delle manovre finanziarie adottate dall’Italia nel 2011, ossia 120 miliardi di euro. Per le ragioni sopra illustrate l’ADUSBEF ha invitato i cittadini italiani a costituirsi parte civile nel procedimento penale avverso le predette agenzie di *rating*, in quanto soggetti nei cui confronti si sono verificate le effettive ripercussioni economiche derivanti dai i comportamenti illeciti descritti.

CAPITOLO V

VERSO UNA NUOVA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO

1. *Premessa al paragrafo*

A seguito della volontà espressa da alcuni Stati membri, e condivisa dall'Unione Europea di un maggiore incremento della disciplina in materia di abusi di mercato, al fine di rafforzare ulteriormente la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato, anche in considerazione dei nuovi sviluppi tecnologici e normativi che hanno messo in luce le lacune esistenti nella regolamentazione attuali, sono state presentate in seno all'Unione sia una proposta di regolamento sia una proposta di direttiva. Entrambi gli atti comunitari in oggetto mirano a chiarire concetti fondamentali presenti nelle disposizioni normative concernenti gli abusi di mercato, al fine di garantire una maggiore armonizzazione del sistema sanzionatorio nell'ambito dei Paesi membri. Si deve immediatamente evidenziare che il negoziato relativo ai due atti è prossimo alla conclusione solo per quanto riguarda la proposta di regolamento, dal momento che è stata presentata da parte della Presidenza del Consiglio dell'Unione una proposta di compromesso che tiene conto di tutte le posizioni espresse nel corso del negoziato, mentre l'*iter* della proposta di direttiva si presenta maggiormente articolato. Naturalmente mentre per l'adozione della proposta di direttiva si renderà necessaria una normativa di attuazione interna, l'adozione del regolamento avverrà in via automatica ad opera dell'art. 289 del TFUE, secondo cui il regolamento ha portata generale e obbligatorio in tutti i suoi elementi ed è direttamente applicabile in ciascuno degli Stati Membri. Tanto la proposta di regolamento, quanto quella di direttiva trovano il proprio fondamento normativo nel TFUE.

Per quanto riguarda la proposta di regolamento la base giuridica deve essere individuata nell'art. 114 TFUE, secondo il cui il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno. Peraltro, in mercati integrati, ove gli abusi dovrebbero essere regolati in modo armonizzato dagli Stati membri, l'uso del regolamento, che è direttamente applicabile negli Stati membri, appare lo strumento più appropriato per evitare i necessari recepimenti delle direttive spesso forieri d'incertezze applicative, soprattutto verso investitori *cross-border*.

La base giuridica della proposta di direttiva è invece rappresentata nell'articolo 83, paragrafo 2, del TFUE, secondo il quale, laddove il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si riveli indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive adottate secondo la procedura legislativa ordinaria. Si noti con riferimento alla proposta di direttiva che questa costituisce in assoluto la prima proposta legislativa presentata in virtù del nuovo art. 83, par. 2 TFUE³⁰³. Ambedue le proposte traggono origini dalla necessità di rafforzare il quadro prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario, mediante meccanismi sanzionatori e di vigilanza solidi e credibili. Come di consueto, le proposte sono state precedute da una lunga procedura di consultazione con il mercato che ha coinvolto anche le autorità pubbliche degli Stati membri.

Come si ricorderà il punto centrale attorno al quale si muovono le direttive sugli abusi di mercato è quello di vietare l'abuso di informazioni privilegiate o la manipolazione del mercato in strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato. Purtroppo la prassi ha messo in luce che gli strumenti finanziari vengono negoziati sempre più spesso su sistemi multilaterali di negoziazione (*"Multilateral trading facilities"*, o MTF) o altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione (*"Organised trading facilities"*, o OTF), o sono negoziati fuori borsa, ossia *"over the counter"* (OTC).

2. Le novità introdotte dalla proposta di regolamento

Alla luce di quanto sopra illustrato, la proposta di regolamento, al Capo I (Disposizioni Generali), estende anzitutto il campo di applicazione del quadro normativo sugli abusi di mercato anche agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un MTF o un OTF, nonché a tutti gli strumenti finanziari negoziati OTC che possono avere un impatto sul mercato sottostante.

³⁰³ Si ricordi che l'art. 83, par. 3, del TFUE prevede il meccanismo del c.d. freno di emergenza. Qualora infatti un membro del Consiglio ritenga che un progetto di direttiva incida su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale, può chiedere che il Consiglio europeo sia investito della questione. In tali casi, la procedura legislativa ordinaria è sospesa e il Consiglio europeo ha quattro mesi di tempo per adottare una posizione comune, che pone fine alla sospensione della procedura legislativa. Se, invece, non c'è accordo, almeno nove Stati membri possono decidere di instaurare una cooperazione rafforzata sulla base del progetto di direttiva in questione.

La proposta interviene anche sui c.d. mercati a pronti ovvero quei mercati dove le operazioni di compravendita di attività finanziarie si concludono con l'effettiva consegna del bene oggetto di transazione e con il pagamento in denaro effettuato a breve termine. Tale intervento è tuttavia circoscritto alle sole operazioni o comportamenti che sono collegati e che hanno effetti sui mercati finanziari e degli strumenti derivati, ciò al precipuo fine di evitare che gli investitori in strumenti derivati su merci siano meno tutelati di quelli che investono in strumenti derivati nei mercati finanziari. La proposta tiene conto altresì delle nuove tecnologie ed in particolare dei metodi di *trading* c.d. automatici, che importano l'utilizzazione di un *software*, che seguendo una serie di algoritmi immette nel mercato ordini in modo automatizzato. Si tratta, in via generale, di metodi leciti, nell'ambito dei quali nella prassi si riscontrano alcune strategie rischiose.

Nell'ambito della proposta di regolamento, viene poi colmata la lacuna normativa relativa al tentativo di manipolazione del mercato, la direttiva vigente in materia di abusi di mercato, fa infatti esclusivo riferimento agli abusi già compiuti. Di conseguenza occorre che l'autorità giudiziaria sia in grado di dimostrare che un ordine sia stato impartito o una operazione sia già stata eseguita. La proposta di regolamento riguarda invece anche in casi in cui un soggetto agisce con l'evidente intenzione di manipolare il mercato senza che sia stato impartito un ordine o eseguita un'operazione. Particolarmente rilevante, in tal senso, è poi il Capo II della proposta di regolamento che è dedicato all'abuso d'informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, e si sofferma più specificamente sui casi in cui vi sia una concreta possibilità di abusare di un'informazione privilegiata anche prima che l'emittente abbia l'obbligo di comunicarla o addirittura in mancanza di un vero e proprio obbligo di comunicazione. Vengono altresì introdotte norme volte a garantire pari condizioni a tutti i sistemi e sedi di negoziazione che rientrano nel campo di applicazione del regolamento, imponendo a ciascuno dei suddetti sistemi l'adozione delle necessarie disposizioni strutturali dirette a prevenire e individuare pratiche di manipolazione del mercato.

Soffermandoci sulle altre modifiche apportate dalla proposta di regolamento, particolare rilevanza assume anche il Capo III che disciplina dettagliatamente gli obblighi di comunicazione, prevedendo che nei casi in cui la direttiva MAD consentiva agli emittenti di ritardare le comunicazioni al pubblico, sebbene a determinate condizioni, sia sempre possibile per le autorità competenti la verifica *ex post* della sussistenza delle condizioni specifiche che hanno giustificato il rinvio. In tale prospettiva la proposta di regolamento prevede una disciplina c.d. semplificata per le comunicazioni effettuate dalle piccole e

medie imprese, in considerazione del fatto che le minori dimensioni aziendali di tali emittenti e gli eventi che li riguardano rendono ragionevoli minori obblighi di comunicazione. Interessanti si profilano anche le disposizioni in materia di segnalazione di operazioni sospette svolte da persone che esercitano responsabilità di direzione, e che vengono ora estese anche alle operazioni effettuate da persone che esercitano un potere discrezionale ma agiscono per conto di qualcuno che esercita responsabilità di direzione presso un emittente, o le operazioni tramite le quali chi esercita responsabilità di direzione dà in garanzia o in prestito propri titoli. Viene altresì introdotta in tutti gli Stati membri una soglia di 20.000 EUR, a partire dalla quale scatta l'obbligo della segnalazione.

Il Capo IV incrementa i poteri delle Autorità che negli Stati membri sono deputate alla vigilanza nei mercati finanziari, stabilendo maggiori poteri d'indagine ed, in particolare, che esse possa sistematicamente accedere ai dati necessari per indagare su sospetti casi di abuso di mercato e disponendo che tali dati siano loro trasmessi direttamente in un determinato formato. Inoltre, se pur nel rispetto delle garanzie imposte dalla CEDU, è regolata la possibilità per le autorità competenti dei vari Stati membri di accedere a locali privati e sequestrare documenti, previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria. Nello stesso senso, pur nel rispetto del diritto alla riservatezza, è ammessa la possibilità per le autorità competenti di richiedere le registrazioni relative al traffico telefonico e allo scambio di dati conservate da un operatore di telecomunicazioni o da una società di investimento, quando esista il ragionevole sospetto che tali registrazioni, connesse all'oggetto dell'ispezione, possano essere rilevanti al fine di dimostrare un abuso di informazioni privilegiate o una manipolazione del mercato³⁰⁴. Infine, il Capo V si sofferma sulle sanzioni amministrative, mediante la previsione di regole minime, e consentendo così agli Stati di adottare norme più rigorose. La proposta di regolamento prevede, più nel dettaglio, la restituzione dei profitti compresi gli interessi, e ammende che devono essere superiori ai profitti conseguiti o alle perdite evitate in conseguenza di un comportamento non corretto. Vengono introdotti anche incentivi e tutele per chi segnala sospetti abusi di mercato, inclusi incentivi finanziari per chi fornisce alle autorità competenti informazioni rilevanti che conducano a sanzioni pecuniarie. Nel Capo VI, si conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati, per un periodo di tempo indeterminato salvo revoca o obiezione, per quanto riguarda l'integrazione e la modifica delle condizioni

³⁰⁴ Sotto tale profilo un importante ruolo di coordinamento, considerato il carattere potenzialmente transfrontaliero degli abusi di mercato, verrà svolto dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM).

dei programmi di *buy-back* e la stabilizzazione di strumenti finanziari, le definizioni contenute nel regolamento, le condizioni per la redazione degli elenchi privilegiati, le condizioni relative alle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e le disposizioni relative alle persone che forniscono informazioni che permettono di individuare eventuali violazioni del regolamento. Nelle Disposizioni transitorie (art. 34), si provvede ad abrogare la direttiva 2003/6/CE con effetto successivo a 24 mesi dall'entrata in vigore del regolamento, disponendo altresì che i richiami ad essa debbano essere interpretati come riferimenti al nuovo regolamento.

3. Segue: le novità inserite nella proposta di direttiva in materia di abusi di mercato

Il nuovo quadro relativo agli abusi di mercato è completato dalla proposta di direttiva che incide in particolar modo sotto il profilo sanzionatorio della disciplina in materia. La proposta di direttiva trae origine dalla comunicazione della Commissione Europea che richiedeva di “potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari”³⁰⁵ e nella quale viene rilevato, altresì, come le sanzioni penali, ed in particolare la “reclusione esprima un forte biasimo che potrebbe rafforzare la dissuasività delle sanzioni” purché la stessa sia correttamente applicata nel sistema giudiziario penale. Per tale ragione la proposta di direttiva si fa portatrice di norme minime sui reati e sulle sanzioni penali per gli abusi di mercato, che dovrebbero essere recepiti nei sistemi nazionali, nonché disposizioni minime comuni sulla definizioni dei reati, oggetto si sanzione penale, per includervi i casi più gravi di abuso di mercato. Nello specifico, attraverso una valorizzazione dell'elemento soggettivo, gli articoli 3 e 4 della proposta, letti in combinato disposto con l'articolo 2, specificano che le due principali ipotesi di abuso di mercato ovvero l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, vanno considerati reati se commessi intenzionalmente. Il reato di abuso d'informazione privilegiate si conferma come reato proprio ossia può essere applicato alle persone in possesso di tali informazioni, che abbiano consapevolezza del valore delle predette, mentre il reato di manipolazione è un reato comune applicabile a tutti. Particolare rilevanza ha poi la volontà dell'Unione Europea di dare luogo ad una anticipazione della tutela, prevedendo mercé l'art. 5 che anche l'istigazione ai reati di cui agli articoli 3 e 4 ed il tentativo sono punibili dagli Stati

³⁰⁵ Comunicazione della Commissione dell'Unione Europea COM (2010) 716.

membri, in particolare, per quanto riguarda la condotta di tentativo, cade fuori dall'ambito di operatività della sanzione penale la divulgazione non corretta di informazioni privilegiate e la diffusione di informazioni che forniscono indicazioni false o fuorvianti, per la quale sono previste esclusivamente sanzioni di tipo amministrativo. Infine l'articolo 6 impone agli Stati l'obbligo di garantire che i reati illustrati dalla direttiva siano oggetto di sanzioni penali, efficaci proporzionate e dissuasive. Per quanto riguarda, poi, l'ambito di operatività della proposta di direttiva la stessa trova applicazione anche per le persone giuridiche.

4. Le osservazioni della CONSOB sulla proposta di regolamento e di direttiva

Relativamente alla posizione dell'Italia circa le due proposte in esame va rilevato che la CONSOB, ha partecipato, nel 2010, ad una consultazione pubblica, proposta dalla Commissione dell'Unione Europea, articolata in 15 quesiti. Dalla lettura del contributo della CONSOB emerge da subito una certa reticenza ad estendere la portata della direttiva anche ai tentativi di manipolazione del mercato. Per quanto riguarda il campo di applicazione, invece, tenuto conto anche degli obiettivi perseguiti dalla disciplina in materia di abusi di mercato, la CONSOB ha espresso un orientamento nettamente favorevole all'estensione della disciplina in esame anche alle azioni di manipolazione dei mercati commesse attraverso i derivati o strumenti finanziari ammessi alla negoziazione anche al di fuori di mercati regolamentati. Relativamente agli obblighi di segnalazione e al rafforzamento delle operazioni di sorveglianza da parte delle autorità preposte, che comporti l'obbligo di notifica per qualunque ordinativo sospetto, la CONSOB ha espresso parere favorevole sul punto di fissare una soglia di 20.000 euro dalla quale far scattare l'obbligo di segnalazione per le operazioni svolte da chi esercita responsabilità di direzione, purché permanga in capo alle autorità competenti la possibilità di decidere un rinvio nelle comunicazioni di informazioni rilevanti per casi di specifici ed di verificare in un secondo tempo la liceità di qualunque ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate. Per quanto concerne il sistema sanzionatorio, la CONSOB ha posto attenzione sulla necessità di una maggiore flessibilità che consenta sanzioni massime abbastanza elevate al fine di garantire un adeguato effetto deterrente, di modo da evitare che alcuni soggetti agiscano strategicamente e/o ripetutamente per sfruttare la differenza tra i profitti previsti per ciascuna violazione e la sanzione massima che potrebbe derivarne. Per quanto concerne la soglia minima della sanzione penale, la CONSOB ritiene opportuno che la

scelta della medesima sia lasciata al legislatore nazionale, tenendo conto che le sanzioni amministrative si applicano anche ai comportamenti non intenzionali. Si noti che relativamente a quest'ultimo profilo anche il *Bundesrat* tedesco, il 16 dicembre 2011, ha espresso parere negativo ritenendo che la previsione di sanzioni minime contrasti con il principio di sussidiarietà, in quanto dal testo della proposta non è possibile evincere se e per quale ragione norme minime europee sulle sanzioni penali siano indispensabili al fine di impedire forme più gravi di manipolazione del mercato.

5. Alcune osservazioni sulla proposta di regolamento e sulla proposta di direttiva

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione della disciplina, sarebbe necessario prevedere un approccio maggiormente semplificato per gli emittenti che siano quotati in via di esclusiva sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Come si ricorderà, infatti, la proposta di regolamento estende sia la disciplina sanzionatoria che gli obblighi di comunicazione anche a tali emittenti. Purtuttavia, la circostanza che la maggior parte di tali emittenti siano prevalentemente piccole e medie imprese, rende preferibile, ferma la disciplina sanzionatoria, un approccio regolatorio che lasci all'autonomia degli Stati la scelta sull'applicazione degli obblighi di informazione al mercato e di segnalazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione.

Il regolamento potrebbe costituire, altresì, l'occasione per delineare una adeguata differenziazione della nozione di informazione privilegiata rilevante come presupposto delle condotte di abuso di mercato e la medesima nozione rilevante ai fini dell'obbligo di comunicazione al mercato dei fatti rilevanti delle società emittenti. Come si ricorderà, infatti, una commistione tra le due nozioni si è verificata nel 2003, quando la direttiva sugli abusi di mercato, oltre a prevedere una disciplina unitaria dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato, introdusse anche regole in materia di obblighi di pubblicazione dei fatti rilevanti da parte delle società quotate, che dovevano in via originaria confluire nella allora progetto di direttiva unica in materia di trasparenza delle società quotate³⁰⁶. Fino al 2003, nessun dubbio vi era stato sulla distinzione tra informazione privilegiata e quella di fatto rilevante, secondo una chiara logica per cui un fatto segue necessariamente

³⁰⁶ European Securities Markets Expert Group: "Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States". Si veda anche MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2008, HANSEN -MOALEM, *The MAD Disclosure Regime And the Two-Fold Notion of Inside Information – The Available Solution*, *Capital Markets Law Journal*, 2009, 323 e DI NOIA -GARGANTINI, *The Market abuse directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, in *Rivista delle società*, 4/2009.

un'informazione, ma non tutte le informazioni si evolvono in un fatto rilevante³⁰⁷. La distinzione tra le due fattispecie si manifestava come opportuna dal momento che consentiva di punire i fatti di *insider trading* senza inondare il mercato di notizie incerte, disincentivando l'accesso al mercato. Purtroppo l'accelerazione subita dalla direttiva sugli abusi di mercato, anche a seguito dei tragici avvenimenti dell'11 settembre 2001, ha portato ad inserire le regole sulle pubblicazioni delle notizie rilevanti insieme a quelle relative alla abuso di informazioni privilegiate, ponendo, di guisa, la nozione di informazione privilegiata sia alla base del divieto di abuso sia a quello dell'obbligo di comunicazione al mercato. Dopo dieci anni la proposta di regolamento ha il merito di riconoscere la necessità di una distinzione tra la nozione d'informazione privilegiata da non "abusare" e quella da comunicare al mercato.

Peccato che questa distinzione non venga effettuata in modo corretto, infatti il regolamento invece di chiarire le circostanze nelle quali le società quotate devono comunicare i fatti rilevanti e quando possono ritardare la comunicazione, allarga di molto la nozione di informazione che può essere abusata, attraverso l'introduzione di un nuovo articolo 6 par. 1 lett. e), rilevante per i soli abusi. S'introduce, in tal modo una nuova ed ulteriore definizione di informazione privilegiata, che difetta però dei due requisiti essenziali della nozione di informazione privilegiata ossia il carattere della "precisione" e la *price-sensitivity* (l'impatto potenziale sui prezzi). Non si tratta di garantire una maggiore ampiezza della nozione d'informazione privilegiata, giacché alla stessa, venendo in rilievo come presupposto di condotte criminose, non può venire a mancare il carattere della precisione ossia al fatto di riferirsi ad una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o ad un evento che si è verificato o che si può ragionevolmente ritenere che si verificherà³⁰⁸. Di contro una definizione troppo generica come quella proposta dal nuovo regolamento rischia di lasciare tale nozione alla discrezionalità della magistratura e non è in grado di far fronte alla necessità della sanzione penale di orientare le condotte in quanto non è tale da far comprendere alla persona, fisica o giuridica che sia, se sta o meno commettendo un abuso. Gli effetti distorsivi di una nozione così generica si produrrebbero altresì anche nel mercato, inducendo gli

³⁰⁷ Per esemplificare la differenza si può ricorrere ad un esempio: un'importante acquisizione (fatto rilevante) deve essere annunciata al mercato ed è preceduta da trattative (informazione privilegiata), la cui informazione non può essere "abusata" dagli *insider* per negoziare i titoli; allo stesso tempo non tutte le trattative (informazione privilegiata) sfociano in un'acquisizione da comunicare al mercato (fatto rilevante).

³⁰⁸ Sono considerate informazioni privilegiate anche le informazioni che non rientrano nelle definizioni precedenti dell'art. 6 e "che non sono in genere disponibili al pubblico ma che, se fossero disponibili per un investitore ragionevole, che opera regolarmente sul mercato nello strumento finanziario o nel contratto a pronti su merci collegato, sarebbero considerate da quest'ultimo rilevanti nel decidere le condizioni alle quali effettuare operazioni".

intermediari a limitare sensibilmente le loro negoziazioni e a ridurre la liquidità sul mercato. Si paventerebbe, inoltre, il rischio che le imprese riducano gli acquisti di azioni proprie, utilizzando schemi di remunerazioni variabili, inducendo a compensi fissi, da corrispondere integralmente anche in assenza di risultati positivi, in antitesi con le istanze europee in materia di remunerazione. Si osservi che nella proposta di regolamento manca il riferimento ai Considerando 29 e 30 della direttiva 2003/6/CE, in base alla quale era possibile escludere che la decisione di lanciare una offerta pubblica di acquisto configurasse di per sé una informazione privilegiata. Inoltre, alla luce del regolamento, non contenendo questo alcuna specifica previsione, anche le condotte strumentali a garantire una importante interesse di mercato, come ad esempio le operazioni di sostegno della liquidità o di quelle di acquisto di azioni proprie, rientrerebbero nella area di operatività della disciplina in materia di abusi di mercato. Per quanto riguarda gli obblighi di segnalazione delle operazioni effettuate da persone che esercitano una responsabilità di direzione sarebbe stato più opportuno ridurre l'area di esenzione delle operazione, ma una volta superata la soglia non ogni successiva operazione dovrebbe essere comunicata, ma solo quelle che cumulate tra loro superino la soglia prevista. La *ratio* della previsione è, infatti, quella di conoscere non ogni singola operazione realizzata dai *managers* della società ma solo quelle significative. Proprio per tale ragione sarebbe opportuno estendere gli obblighi di segnalazione anche ai soggetti che detengono partecipazioni di controllo al capitale dell'emittente, o comunque partecipazioni superiori al 10% del capitale sociale. Infine, sul piano della gravità della sanzione sarebbe opportuno prevedere sanzioni maggiormente incisive in presenza di condotte criminose che possano avere un impatto sul mercato dei titoli di stato, o riguardare strumenti finanziari ad essi connessi.

Qualche osservazione merita anche la proposta di direttiva in materia di abusi di mercato, come si ricorderà la base giuridica dell'intervento europeo, è da individuarsi nell'art. 83, par. 2, TFU, in base al quale, laddove il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rilevi indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un assetto che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive e adottate secondo la procedura legislativa ordinaria.

Sotto questo profilo, si è già avuto modo di ricordare la proposta di direttiva costituisce la prima proposta legislativa presentata alla luce del nuovo articolo 83, par. 2, ciò in quanto gli abusi di mercato possono verificarsi ovunque con evidenti implicazioni transfrontaliere,

pertanto qualunque iniziativa nazionale sarebbe frustata in assenza di una analogo impulso comunitario. E' tuttavia se in tal contesto può non ritenersi violato il principio di sussidiarietà non è detto che non lo sia per l'effetto prodotto dalla regolamentazione illustrata quello di riserva di legge. Ciò che appare necessario ribadire in conclusione di tale lavoro è la necessità del rispetto del principio di riserva di legge in materia penale ovvero sia che fermo restando la necessità di punire in via amministrativa gli abusi di mercato, il legislatore nazionale dovrà essere lasciato libero di prevedere in via cumulativa e non alternativo-sostitutivo, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali o anche più ragionevolmente di non applicare tali ultime sanzioni. Attualmente la scelta perseguita dal legislatore italiano come già più volte ricordato è il c.d. doppio binario: in virtù della rilevanza del bene tutelato, si dispone la cumulabilità delle fattispecie *ex art. 185 e 187-ter*. Sarebbe comunque necessario comprendere se l'elemento dell'intenzionalità che in sede comunitaria, costituisce l'elemento distintivo dell'abuso di mercato penale da quello amministrativo possa interferire in qualche modo con il cumulo di sanzioni attualmente prevista dal TUF. Se, infatti, si dovesse sostenere che la nuova proposta di direttiva sugli abusi di mercato prevede che solo in presenza dell'intenzionalità sia applicabile la disciplina penale, rendendo possibile in mancanza di questa solo la disciplina amministrativa, ciò inciderebbe di certo nel modello del doppio binario attualmente in vigore nel nostro sistema, comportando l'abbandono di tale schema punitivo. A fronte di tale perplessità sarebbe necessario l'introduzione nella proposta di una clausola che in via espressa stabilisca la legittimità della cumulabilità delle sanzioni amministrative e penali, mentre non pare ammissibile da parte del legislatore europeo, stante il principio di riserva di legge, una limitazione delle sanzioni degli abusi di mercato solo sul versante amministrativo. Tale scelta, lungi da essere imposta sul versante comunitario, spetta infatti unicamente al legislatore nazionale.

6. *Conclusioni de iure condendo*

La tematica degli abusi di mercato impone all'interprete di entrare nella complicata dialettica tra il diritto penale e quello europeo, con l'unica soluzione di non pretendere di adattare il diritto comunitario a quello nazionale, ma di effettuare una operazione inversa. Stante, infatti, l'impossibilità di modificare in chiave europea la disciplina degli abusi di mercato che risulta fondamentale per perseguire l'integrità del mercato, al legislatore in primo luogo e al giudice in secondo luogo non resterà che verificare la tenuta della

sanzione penale di fronte a condotte dai confini fin troppo astratti e che realizzano una eccessiva anticipazione di tutela.

A parere di chi scrive due sarebbero le strade che il legislatore italiano avrebbe il dovere di perseguire una sul piano europeo (per la quale, stante lo stato di progressione degli atti comunitari, da ultimo citati sarebbe, tuttavia, ormai troppo tardi) ed un altro sul piano nazionale. Sotto il primo profilo quello comunitario occorrerebbe mettere in chiaro la distinzione tra speculazione e intraprendenza, è una distinzione che il legislatore europeo conosce bene, visto che è prevista nella MiFID³⁰⁹, meno approfonditamente tale nozione è compresa dal legislatore nazionale³¹⁰. E' proprio sul piano normativo che dovrebbe operarsi la differenziazione degli investitori, a secondo che gli stessi rientrino nella categoria degli speculatori o degli investitori. Come accennato, la presente diversificazione è già stata adottata dalla direttiva MiFID, che regola i servizi d'investimento nel settore degli strumenti finanziari. La MiFID distingue l'investitore in base alla capacità del medesimo disinteressandosi del tutto dalle finalità perseguite dal medesimo. La clientela degli intermediari finanziari risulta, infatti, divisa in: controparti qualificate, clientela professionale e clientela *retail*, con la previsione per cui è possibile disapplicare alcuni oneri posti a carico dell'intermediario a tutela del cliente qualora quest'ultimo sia una controparte qualificata o un investitore professionale. La distinzione corre quindi sull'effettiva capacità del cliente di comprendere i rischi che egli si assume con riguardo alle singole operazioni d'investimento. Diversamente il TUF non prende in alcun modo in considerazione la distinzione tra l'attività di speculazione e quella d'investimento, nella quale va correttamente riportata l'intraprendenza del singolo, ma si limita a fare un generale riferimento all'investimento come oggetto di tutela. Analogamente, non si rintraccia neanche a livello di normazione secondaria una differenza tra speculazione e investimento, diversamente il regolamento CONSOB n. 11522/1998, sulla scorta della direttiva MiFID riporta una distinzione degli investitori in tre categorie: investitori qualificati, ovvero banche, SGR, assicurazioni ed imprese di investimento, investitori professionali, ovvero imprese di grandi dimensioni, investitori a dettagli ossia privati e piccoli investitori. Manca quindi in materia di abusi di mercato una corretta distinzione tra

³⁰⁹ La direttiva n. 2004/39/Ce c.d. MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). La MiFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla direttiva n. 93/22/Cee c.d. ISD (*Investment Services Directive*), entrata in vigore il 10 maggio 1993. L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs 23 luglio 1996, n. 515 poi confluito nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (testo unico della finanza - TUF), nonché dalla regolamentazione attuativa CONSOB (Delibere n. 11522/1998, n. 11768/1998, e n. 11971/1999).

³¹⁰ Di questo avviso è anche LUGHINI *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa*, op.,cit.

speculazione e intraprendenza (*rectius* investimento) alla luce della considerazione più logica che giuridica che le due condotte non sono sovrapponibili, se non in peculiari casi³¹¹. Mentre l'intraprendenza è caratterizzata dalla propensione al rischio, per cui è corretto premiare l'investitore, purché tale finalità sia sorretta da comportamenti leciti, lo speculatore non corre alcun rischio ma si limita a sfruttare l'asimmetria di una particolare congiuntura del mercato riuscendo, attraverso variegate operazioni, ad alterare il mercato.

La seconda prospettiva è invece rivolta al legislatore nazionale il quale dovrebbe, a parere di chi scrive, abbandonare definitivamente il doppio binario sanzionatorio per limitarsi alla previsione di sanzioni amministrative. Non c'è chi non veda come la sanzione penale in tale ambito produca effetti distorsivi sul piano normativo, costringendo l'interprete ad acrobazie giuridiche pur di applicare le norme nel rispetto del principio di legalità e riserva di legge. Il problema è quello consueto di applicazione della norma penale a beni c.d. evanescenti, che rischia di aggravarsi laddove come in reati di specie, si effettua una commistione anomala tra bene tutelato e fine perseguito. Le norme in materia di abusi di mercato orbitano tutto intorno alla pretesa integrità del mercato: è il mercato ad essere al centro della scena, che da entità astratta assume sembianze antropomorfe di modo che può essere lesa, offesa e può essergli arrecato danno. La problematica che tanto il legislatore nazionale, tanto quello comunitario dimenticano è che perché possa ledersi l'integrità del mercato è necessario postulare, si perdoni l'ovvietà, che lo stesso sia intrinsecamente integro, di modo che non vi sia spazio per asimmetrie informative. Questa pare la filosofia a cui si è ispirato il legislatore nazionale, che si rivela in norme come quella dell'art. 187-*undecies* TUF, ove al secondo comma si fa esplicitamente riferimento ai danni cagionati all'integrità del mercato. Il problema è, dunque, quello di costruire un apparato normativo penale per tutela un bene sfuggevole come quello dell'integrità del mercato. La situazione è aggravata dal fatto che le leggi di copertura, in questo ambito da indentificarsi in quelle economiche, come si ha avuto modo di vedere all'inizio del presente lavoro, andrebbero annoverate tra le norme del secondo tipo, dal momento che non fanno riferimento a scienze esatte, nel cui ambito rientrano le scienze sociali in grado di fornire valutazioni probabilistiche. Eppure il concetto d'integrità del mercato è una nozione attraverso la quale fanno breccia le più irrefrenabili ideologie capaci di comporsi in una "miscela micidiale tra il simbolico e il mitologico, che rischia di trasformare il ricorso alla sanzione penale in

³¹¹ Si faccia il caso di più condotte speculative che siano idonee a deformare il corretto funzionamento del mercato con una potenziale incidenza sul prezzo degli strumenti finanziari.

intollerabile prevaricazione”³¹². Inoltre, le leggi di copertura in materia di abusi di mercato mancano di univocità e non sono in grado di dimostrare sul piano probabilistico il danno recato dai predetti abusi all’integrità del sistema, di modo che si scivola inevitabilmente verso le norme c.d. del terzo tipo ovvero norme che fanno riferimento a valori inafferrabili frutto di scelte valutative del legislatore e necessariamente collegate alla percezione sociale.

Il reale problema è dunque quello di individuare ancora una volta il bene giuridico tutelato. Non si ritiene dall’esame delle disposizioni effettuate nel presente lavoro che sia la correttezza o la trasparenza nel mercato, se si può ritenere che questo sia il bene giuridico tutelato nel reato d’*insider trading*, altrettanto non può dirsi per quanto riguarda la manipolazione del mercato. Con riferimento all’ultima fattispecie criminosa se il bene tutelato fosse davvero la correttezza e la trasparenza del mercato, il falso di per sé basterebbe ma così non è perché il legislatore richiede anche l’idoneità della condotta a cagionare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari³¹³. Invero, a parere di chi scrive la correttezza e la trasparenza del mercato è semmai l’interesse perseguito dal legislatore, purché si venga a patti con il fatto che lo stesso appartiene ad una realtà pre-giuridica propria della realtà sociale. La verità è che in materia di abusi di mercato sia il legislatore nazionale che quello comunitario hanno aderito al c.d. principio di precauzione³¹⁴, è tuttavia lo stesso se pur ammissibile per quanto riguarda le sanzioni amministrative e il danno risarcibile in sede civile, non può essere adottato liberamente in sede penale stante la necessità di conoscere in anticipo la regolarità di successione dei fenomeni espressi nelle leggi di copertura. Proprio l’inafferrabilità del bene giuridico tutelato costituisce una problematica che riversa inevitabilmente i suoi effetti anche in sede di accertamento processuale. La mancanza e l’inidoneità della legge di copertura rende l’accertamento causale che nei reati di pericolo dovrebbe avvenire *ex ante*, un accertamento *ex post*, le regole di comune esperienza per verificare se sia o meno avvenuta

³¹² CHIARAVIGLIO, *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.2010 del tribunale di Torino*, op., cit.

³¹³ Lo suggerisce FALCINELLI nel commento dedicato alla Sentenza del Tribunale di Torino 21.12.2010. “*Il giudice, l’antifrasì e una ‘fata morgana’: se il tipo del pericolo concreto esprime un’offesa di danno*” apparso nella Rivista on line “*Diritto Penale Contemporaneo*”, 7.

³¹⁴ Così anche CHIARAVIGLIO, *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.2010 del tribunale di Torino*, op., cit. Si tratta di una scelta legislativa volta a prevedere “una tutela “avanzata” che può essere esibita al pari della straordinaria ampiezza e severità dell’apparato sanzionatorio a dimostrazione di una spiccata sensibilità per gli interessi tutelati, utile per reclamare riconoscimenti di meritevolezza, ma che rinuncia a impostare il tipo degno della sanzione penale descrivendo quell’alterazione che comunque sta al centro dell’attuale fattispecie come un vero e proprio evento, in senso naturalistico, di un reato di danno dunque e non di un mero pericolo tra l’astratto e il concreto”.

una alterazione del mercato, non bastano perché occorre conoscere lo specifico contesto in cui il comportamento abusivo si è inserito, contesto che è presidiato da meccanismi economici negoziali che non si uniformano a leggi di tipo scientifico³¹⁵.

Pertanto la soluzione più opportuna rimane quella di sfuggire alla tentazione di utilizzare in senso eticizzante lo strumento penale per procedere ad un potenziamento delle sanzioni amministrative nonché ad uso più vasto del risarcimento civilistico, anche attraverso una norma che introduca nel sistema civile la categoria anglosassone dei danni punitivi. Si tratterebbe, in tal modo, di inserire una norma anomala di cui esistono comunque dei prototipi nel sistema civile e processualistico italiano (si pensi all'art. 96 c.p.c) che preveda un risarcimento avente funzione, non riparatoria come perseguita dall'art. 2043 c.c., ma sanzionatoria.

³¹⁵ A sostegno di quanto affermato basta leggere la sentenza 21.12.2010 del Tribunale di Torino, il quale afferma chiaramente come si sia in presenza di un accertamento *ex post* “dunque, la differenza tra reati di pericolo concreto e reati di pericolo astratto non sta nel tipo di accertamento processuale imposto, ma nel fatto che nella prima categoria di reati, il pericolo, nella struttura del tipo, occupa il ruolo di un vero e proprio evento di tipo naturalistico. Poiché è indubbio che l'art. 185 TUF tratteggia una fattispecie a pericolo concreto delineando le condotte tipiche in termini di idoneità a produrre un'alterazione il cui verificarsi non è però affatto necessario perché il reato sussista, si rende indispensabile che il pericolo di alterazione sia accertato *ex post*, non già *ex ante*, come invece avviene nell'ipotesi di tentativo, ove la valutazione della idoneità deve essere compiuta con riferimento ad un evento, meramente ipotetico, che non si è realizzato. Dovendosi verificare se il pericolo di alterazione si è effettivamente prodotto, non sembra esserci altro modo che analizzare la reazione del mercato. Nell'eventualità in cui non si dovesse registrare alcuna variazione sono possibili due ipotesi: o la notizia falsa era inidonea a provocare l'alterazione, ovvero sono intervenuti fattori concomitanti che hanno impedito che l'alterazione si verificasse; ove si constatasse la mancanza di fattori di questo tipo, non resterebbe che concludere che la notizia falsa non era in grado di alterare il prezzo dello strumento finanziario e dunque il falso non sussiste”.

BIBLIOGRAFIA

CAPITOLO I

LE PRATICHE DI *MARKET ABUSE*

- ALLEN-GALE, *Stock Price Manipulation*, in *The Review of Financial Studies*, 1992.
- BARTALENA, *La problematica dell'insider trading nel diritto inglese alla luce di un recente disegno di legge*, in *Rivista delle società*, 1980.
- DE SACTIS, *Insider trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, il Sole24ore, Milano, 1995.
- FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, vol. 25.
- FAMA, *Efficient Capital Market, a Review of theory and Empirical Work*, in *Journal of Finanze*, 1970.
- FONTANA, *Insider trading: legittimo il sequestro per equivalente del patrimonio usato per la speculazione*, in *Diritto e Giustizia*, 2012, 1.
- GALLI, *La disciplina Italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, collana Società e mercati finanziari, 2010.
- KEYNES, *General theory of Employment, Interest and Money* 1936 (Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, Torino, 1971).
- LANGEOVORT, *Insider trading: regulation, enforcement & prevention*, 1992 New York.
- MANOVE, *The Harm from Insider Trading and Informed Speculation*, in "Quarterly Journal of Economics", 1989.
- MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO-PORTALE, IX, Torino, 1994.
- PALEONTONI, *La manipolazione del mercato: dall'informazione societaria al ruolo della Consob nel processo* in *Giustizia amministrativa*. it.
- RINEAHART, *Insider trading: quali misure dopo gli scandali*, in *Insider trading: le discipline negli Stati Uniti e in Europa*, 1987.
- SALERNO, *I fenomeni di market abuse: la disciplina dell'agiotaggio sugli strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria*, in *Rivista penale*, 3/2004.
- SANGIOVANNI, *L'attuazione della direttiva sull'insider trading nel diritto tedesco*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2000, I.
- SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA.VV. *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000.
- SEMINARA, *Il reato di Insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite* in *Banca Borsa, Titoli di credito*, 1998, II vol. II.
- TOSCHI-SALERNO, *Il fenomeno di market abuse: la disciplina dell'agiotaggio su strumenti finanziari in Italia e la recente normativa comunitaria* in *Riv. Guardia di Finanza*, 2004,4.
- WATKINS, *Henry Manne's position on insider trading and property rights* studio condotto dalla San Jose State University- Economics Department.

WOLFSON, *Corporate first amendment rights and the SEC*, Greenwood Publishing book.

CAPITOLO II

EUROPA: CONTENUTI PRINCIPALI E OBIETTIVI DELLE DIRETTIVE E DEL REGOLAMENTO CE

COSTI, *Informazione e mercato*, in *Banca Impresa e Società*, 1989.

CARIGELLA, *Manuale di Diritto Civile, Il contratto*, Dike, II, 2011.

FLICK, *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici*, in *Note a margine della Questione Europea*, suppl. al n. 4 della *Rassegna dell'Arma dei Carabinieri*, 1992.

FLICK, *Problemi e prospettive*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1988, I.

SANTI, *La responsabilità delle persone giuridiche per illeciti penali e illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 2006, I.

CAPITOLO III

PARAGRAFO I

LA NORMATIVA NAZIONALE DI ATTUAZIONE DELLE DIRETTIVE EUROPEE IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO

ARICI, *Il reato di insider trading nella legislazione italiana*, in *Rivista della Guardia di Finanza*, 3, 2002.

BELLI, *Commento agli artt. 180-187*, in BELLI - MAZZINI - TEDESCHI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano 1998.

BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Giurisprudenza Commentata* 1992, I.

CARBONE, *Tutela civile del mercato e «insider trading»*, Padova, 1993.

CARRIERO, *L'Insider trading negli Usa in Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Giuffrè, Milano, 1992.

CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988.

CARRIERO, *Asimmetrie informative e insider trading: prospettive civilistiche di tutela*, in *Dir. ban. merc. fin.*, 1995.

CLERICO, *Asimmetria informativa, incertezza e scelta pubblica*, Giuffrè, Milano, 2002, 102

DOLCINI, *Discrezionalità del giudice e diritto penale*, in AA.VV. *Diritto penale in trasformazione*, Milano, 1985.

LINCIANO - MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna 2002.

PAVAN, *Abuso di informazioni privilegiate*, in *Indice Penale* 2002, fasc. 2.

- PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Rivista delle Società*, nov - dic. 1991.
- PETRONE, *L'insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, QUIRICI, *Il nuovo regime sanzionatorio introdotto dal TUF. In particolare: i provvedimenti in caso di insider trading e aggio*, in CAPARVI (a cura di), *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, F. Angeli, Milano 2003.
- MUCCIARELLI, *La tutela dell'intermediazione finanziaria e della trasparenza dei mercati nel d.lgs. n. 58 del 1998* (prima parte), in *Studium juris*, 1998.
- MONTONESE, *La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate* in *Diritto commerciale d'oggi- studi e commenti*, 2005.
- RABITTI-BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, Milano 1998.
- RAGUSA MAGGIORE, *Insider trading e correttezza nel mercato dei valori mobiliari: in attesa della legge*, in *Dir. Fall.*, 1989, I.
- SANTORO, *Insider trading: profili civilistici*, in *Contratto e impresa*, 1992.
- SEMINARA, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giurisprudenza Comm.*, 1992.
- SEMINARA, *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *Banca, borsa e Titoli di credito*, 2000, vol. I.
- NAPOLEONI, *Insider trading e aggio su strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 1998.
- WELTER, *Ragioni di un intervento della CEE nel campo dell'insider trading*, in C. RABITTI-BEDOGNI (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: L' "insider trading"*, Giuffrè, Milano, 1992.

PARAGRAFO II

IL RUOLO DELLA CONSOB

- BRUNO, DI PRISCO, *Market abuse directive e ruolo della Consob: della manipolazione del mercato e della tutela dell'attività di vigilanza della Consob*, in *Corr. giur.*, 2008.
- CARBONE, *Il ruolo della Consob ed i nuovi doveri di informazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I.
- LINCIANO – MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002.
- RODORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Le Società*, 2005.

PARAGRAFO III

OBBLIGHI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE

- CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. Soc.*, 2006.
- BARTULLI- ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, in *Giur. Comm.*, 1992.

CAPITOLO IV

PARAGRAFO I

L'INSIDER TRADING E LE CONDOTTE AD ESSO CONNESSE

- BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni (diretto da Colombo – Portale*, vol.10, Torino, 1993.
- BELLACOSA, *Contro l'insider trading più rigore (non per tutti)*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 maggio 2005.
- BELLACOSA, “*Insider trading*”, *manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *dir. prat. soc.*, 2005, n. 11.
- DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004.
- MANTOVANI, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, 1988.
- MARTIELLO “*Market Abuse*” e *profili di responsabilità penale individuale*, in *dir. prat., soc.*, 2006, n. 6.
- SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI- ALESSANDRI- FOFFANI- SEMINARA- SPAGNOLO *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000.
- SPADA, *La circolazione della ricchezza “assente” in Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1999, I, 407.
- IZZO, *Diritto comunitario e prospettive di riforma del delitto di abuso di informazioni privilegiate*, in *Impresa*. 5/2005.
- ZANOTTI, *L'insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale. Fattispecie indefinita, pene irrazionali, eccesso di delega*, in *Dir. e Giust.*, 28/2003.

PARAGRAFO II

IL REATO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

- ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, parte speciale*, II, a cura di CONTI, Milano, 2000.
- BRICOLA, in CAPRIGLIONE- MEZZACAPO, *Codice della banca*, Milano, 1990.
- CHIARAVIGLIO, *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.210 del tribunale di Torino*, in *Riv. Dott. Commercialisti*, 2011, 3.
- CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca Borsa, Titoli di credito*, 2009, 2.
- DONATO - PORTOLANO, *Aggiotaggio su strumenti finanziari*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA, e CAPRIGLIONE, Padova, 1998, 1670.
- FIANDACA- MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, vol. I, Bologna, 2000.
- FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale*, Milano, 1994.
- GUERRINI, *La tutela penale del mercato azionario*, Padova, 1984.
- LUGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2010.

- MUCCIARELLI, *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di ALESSANDRI, 2002.
- MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- MUSCO, *Le frodi sul mercato dei valori mobiliari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO - PORTALE, Torino, XI, 1994.
- MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2004
- PALIERO “*Market abuse*” e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Il corriere del merito*, 2005.
- PEDRAZZI, *Aggiotaggio bancario*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di FERROLUZZI - GASTALDI, III, Milano, 1996.
- PEDRAZZI, voce *Società commerciali (disciplina penale)* in *Dig. Pen.*, XIII, Torino, 1997.
- PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, Milano, 1958, 56.
- PEDRAZZI, *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, 2003.
- SEMINARA, *L'aggio*, Art. 2637, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di GIARDA -SEMINARA, Padova, 2002.
- SEMINARA, *La Consob e la tutela penale dei mercati finanziario*, in C. PEDRAZZI - ALESSANDRI- FOFFANI- SEMINARA- SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998.

CAPITOLO V

VERSO UNA NUOVA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO

- DI NOIA-GARGANTINI, *The Market abuse directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, in *Rivista delle società*, 4/2009.
- MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2008.
- HANSEN- MOALEM, *The MAD Disclosure Regime And the Two-Fold Notion of Inside Information – The Available Solution*, *Capital Markets Law Journal*, 2009.