

*Dipartimento di Giurisprudenza
Cattedra di Diritto Penale dell'Economia*

***L'insider trading e la problematica della punibilità
dell'insider di se stesso nell'ordinamento italiano***

Relatore:

Chiar.mo Prof. Antonino Gullo

Candidato:

Francesco Morello

Matr. 128193

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Maurizio Bellacosa

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

A mio padre.

L'insider trading e la problematica della punibilità dell'insider
di se stesso nell'ordinamento italiano

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1	9
GLI ABUSI DI MERCATO	9
1. Introduzione al diritto penale del mercato finanziario.	9
2. L'accresciuta importanza della disciplina del <i>market abuse</i>	11
3. Le scelte di politica criminale.	15
4. La giurisprudenza in materia di <i>market abuse</i> in Italia: alcuni casi.	19
5. L'importanza di una corretta informazione nei mercati.	20
6. Una panoramica della attuale disciplina degli abusi di mercato.	24
CAPITOLO 2	26
LA DISCIPLINA GENERALE DELL'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE	26
1. La definizione di "Informazione Privilegiata": evoluzione storica e disciplina attuale.	26
2. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: la precisione.	28
3. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: l'oggetto.	30
4. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: l'indisponibilità al pubblico.	33
5. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: la <i>price sensitivity</i>	35

6. L'evoluzione della disciplina sull' <i>insider trading</i> : la prima normativa nazionale, la Legge 157/1991	40
7. La riforma del 1998, il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria	42
8. Il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: differenze con quanto stabilito dalla legge previgente.....	43
9. La direttiva " <i>Market abuse</i> " del 2003, un secondo intervento europeo	45
10. Il recepimento nazionale della Direttiva: la Legge 62/2005.....	47
11. Le riforme europee del 2014: la Market Abuse Directive (MAD2) e il Market Abuse Regulation (MAR)	51
12. L'ultimo intervento operato dal legislatore italiano: il Decreto Legislativo 107/2018.....	53
13. L'articolo 184 t.u.f. nella presente formulazione.....	56
14. Il bene giuridico tutelato	57
15. I soggetti attivi	60
16. L'elemento oggettivo del reato, la condotta di <i>trading</i>	64
17. L'elemento oggettivo del reato: la condotta di <i>tipping</i>	67
18. L'elemento oggettivo del reato: la condotta di <i>tuyautage</i>	69
19. L'elemento soggettivo	71
20. Il <i>criminal insider</i> , un primo esempio insider di se stesso.....	72
21. Il trattamento sanzionatorio	75
22. L'illecito amministrativo.	77
23. La responsabilità dell'ente derivante da <i>insider trading</i>	81
24. La irrisolta questione del <i>ne bis in idem</i>	87
25. Gli sviluppi più recenti in materia di <i>ne bis in idem</i>	92
CAPITOLO 3	95

L'INSIDER DI SE STESSO: IL CONCETTO DI "INFORMAZIONE"

E I PROFILI PROBLEMATICI DELLA FIGURA

1. Premessa	95
2. L'informazione nella fattispecie dell' <i>insider</i> di se stesso: informazione come conoscenza derivante dall'esterno.....	96
3. L'informazione nella fattispecie dell' <i>insider</i> di se stesso: informazione come conoscenza in senso generale.....	98

4. Il <i>considerando</i> numero 30 della direttiva 6/2003/CE.....	99
5. Un ulteriore argomento scriminante: il profilo del merito economico	102
6. L' <i>insider</i> di se stesso ed il principio di materialità del reato	104
7. Argomenti a sostegno della punibilità: l'articolo 8 comma 5 del MAR.....	107
8. L' <i>insider</i> criminale: un esempio di <i>insider</i> di se stesso punito esplicitamente dal TUF.	109
9. Il cosiddetto <i>safe harbour</i> : l'articolo 183 TUF e le esenzioni	111
10. Focus sui soggetti attivi: il socio <i>insider</i> di se stesso	113
11. L'amministratore delegato <i>insider</i> di se stesso.....	115
CAPITOLO 4	117
L'EVOLUZIONE DELLA GIURISPRUDENZA INTERNA ED EUROPEA	117
1. Premessa	117
2. La prima giurisprudenza comunitaria: il caso Georgakis	118
3. Il caso Spector Photo Group: sfruttamento dell'informazione privilegiata..	121
4. Il primo approccio nazionale alla questione: il caso UNIPOL, i fatti del processo.....	125
5. Analisi del caso UNIPOL	127
6. Il caso G. Gnutti e la delimitazione dell'ambito soggettivo del reato.	131
7. Il caso Bnl-Unipol: la differenza tra “meri propositi” e “informazioni privilegiate”.....	133
8. Il caso Cremonini, i fatti oggetto del processo.	137
9. La decisione della Consob	138
10. La sentenza del Tar del Lazio	140
11. La sentenza della Corte d'Appello di Bologna	144
12. La decisione della Cassazione sul caso Cremonini	149
13. Il procedimento penale e la sentenza del Tribunale di Milano	153
14. La sentenza della Corte d'Appello di Milano.....	155
15. La decisione della Cassazione penale.....	157
CONCLUSIONI	161
BIBLIOGRAFIA	168

INTRODUZIONE

Nelle economie moderne le imprese necessitano di importanti e costanti afflussi di capitale al fine di tener testa alle concorrenti all'interno di un mercato sempre più competitivo.

Per la raccolta del suddetto capitale, di primaria importanza è il mercato mobiliare, divenuto col tempo il punto d'incontro tra la domanda di fondi da parte delle imprese e l'offerta di risparmio di una platea molto variegata di investitori.

Per un corretto funzionamento del sistema, si è resa indispensabile un'articolata regolamentazione della materia, a tutela di tutti gli operatori del settore e della fiducia che gli stessi ripongono nel mercato.

Le norme sono indirizzate anzitutto verso i promotori dell'investimento, nonché verso chi si propone di gestirlo; troviamo inoltre prescrizioni volte a regolare la struttura del mercato ed il corretto svolgimento delle operazioni al suo interno; infine, sono previsti una serie di illeciti di natura penale ed amministrativa, con il relativo comparto sanzionatorio.

Il diritto penale dell'economia si pone un duplice obiettivo: da un lato, esso ha essenzialmente funzione preventiva, volendo scoraggiare, tramite la minaccia di una sanzione, violazioni delle norme regolatorie; dall'altro, è presente anche una funzione repressiva, poiché laddove la prevenzione non ha funzionato, è infatti predisposto un meccanismo sanzionatorio permette di punire il trasgressore, andando a ristabilire la legalità del sistema.

All'interno del D.lgs. 24 febbraio 1998 n°58, denominato "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", si rinvengono sei fattispecie delittuose e tre contravvenzionali, corredate da una serie di illeciti amministrativi.

In questa sede, oggetto di analisi sarà l'abuso di informazioni privilegiate, andando ad approfondire nello specifico la problematica questione riguardante punibilità di chi, oltre che utilizzatore dell'informazione, ne è anche creatore.

Si inizierà partendo da una disamina della disciplina generale degli abusi di mercato, delle scelte di politica criminale e dei concetti essenziali della materia.

Proseguendo, si dissezionerà la fattispecie di *insider trading*, ripercorrendo le varie tappe evolutive della normativa avvenute nei trent'anni dall'introduzione del reato.

In seguito, il punto focale sarà il concetto di informazione, nodo critico per ricostruire l'alquanto problematica figura dell'*insider* di se stesso, oggetto di dibattiti dottrinali e di varie sentenze, per la verità incapaci di portare ad una soluzione definitiva sul punto.

In merito si analizzeranno altresì le tesi a sostegno della liceità delle condotte poste in essere dal soggetto *self insider*, nonché le più importanti argomentazioni atte a dimostrarne l'antigiuridicità penale.

Infine, verranno esaminati le più significative vicende giudiziarie, sia a livello comunitario che nazionale, in tema di abuso di informazioni privilegiate ed *insider* di se stesso, per rilevare le considerazioni giurisprudenziali sul punto.

CAPITOLO 1

GLI ABUSI DI MERCATO

1. Introduzione al diritto penale del mercato finanziario.

Il diritto penale del mercato finanziario si muove su un terreno scivoloso. Ha come obbiettivo la regolamentazione di una materia che, almeno secondo le più tradizionali idee liberiste, non solo non è affatto necessaria, ma può addirittura rivelarsi dannosa per il corretto esplicarsi delle dinamiche afferenti allo *stock market*.

“La dottrina economica neoliberale che ha sorretto entro le università come nei media, la credenza della superiorità del capitalismo manageriale azionario” parte infatti dall’assunto che, “senza l’interferenza dello stato, tutti i fattori di produzione - capitali, forza lavoro, mezzi di produzione materiali e immateriali - affluiscono liberamente nei punti in cui viene fatto di essi l’uso più produttivo possibile”, conducendo in tal modo alla “piena occupazione e utilizzazione ottimale della capacità produttiva. L’evidenza disponibile non conferma affatto tali previsioni”¹.

Per l’appunto, l’anarchia, in qualsiasi campo voglia essere applicata, è raramente una buona idea. È utopistico ritenere possibile l’esistenza di una società in cui si possa vivere in armonia in assenza di regole. *Homo homini lupus*, diceva Plauto, e ciò vale soprattutto in un ambiente come il mercato borsistico, ove operano una pluralità variopinta di investitori, ciascuno con le proprie competenze, motivazioni, propensione al rischio, e, soprattutto, capitali disponibili.

Appunto l’esperienza dimostra come l’*efficient market hypothesis* sia fallace², poiché le spinte interne al mercato borsistico, più che all’equilibrio prospettato dai

¹ Sono le parole di GALLINO L., *L’impresa irresponsabile*, Torino, 2005, pp. 247 s.

² ROSSI G., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 929 ss.

neoliberisti, portano ad un progressivo e sempre crescente allontanamento da esso³, con un aumento di censurabili condotte di cannibalismo finanziario in cui, inevitabilmente, è l'investitore più piccolo a risentirne maggiormente.

L'obbiettivo cui ogni società civile dovrebbe tendere è quello di assicurare la tutela dei più deboli, e lo strumento principe attraverso cui raggiungere tale fine è proprio il diritto penale. In proposito, si ricorda come, al di là della tradizionale funzione repressiva del diritto penale, questo ha anche una funzione più attiva, essendo parte integrante dell'evolversi della società, e di questa evoluzione lo *ius criminale* ne è addirittura promotore⁴.

Più nello specifico, il diritto penale dell'economia, specie in ambito di *market abuse*, si poneva storicamente come arma del potere dello Stato, destinata a restare per lo più lettera morta.

Negli anni Cinquanta del secolo scorso, vent'anni dopo l'introduzione del Codice penale italiano, ed altrettanti dal martedì nero del *crash* di Wall Street, si sottolineava come "l'età dell'oro dell'agiotaggio è probabilmente tramontata: fu l'età delle epidemie speculative e delle frodi incredibili macchinate ai danni dei risparmiatori. Altri tempi sebbene a noi vicini, altri ambienti"⁵.

In tempi più recenti, si assiste ad un risorgere della disciplina in oggetto, proprio a seguito di una serie di scandali finanziari che hanno flagellato la borsa italiana ed europea nell'ultimo trentennio. Si può, forse, parlare allora di "nuova età dell'oro" degli abusi di mercato⁶.

La magnitudine e la risonanza mediatica che hanno episodi del genere sono notevoli, visto il disvalore che simili ipotesi di reato comportano a persone fisiche e giuridiche; si segnala tuttavia che la casistica degli abusi di mercato è piuttosto esigua: nel 2020, sono state formulate appena tre contestazioni di illeciti amministrativi ad

³ SOROS G., *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Roma, 2008, pp. VI - X.

⁴ ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2003, p.6.

⁵ C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di agiotaggio*, 1958, ora in ID., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p.3.

⁶ VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 704

opera della Consob, a fronte di quattro archiviazioni per abuso di informazioni privilegiate e due per manipolazione di mercato⁷.

Ciò nonostante, le grandi imprese si trovano sempre più ad avere a che fare con il diritto penale, tanto in chiave repressiva, con vicende drammatiche come Eternit, ThyssenKrupp, ecc., tanto in chiave preventiva, soprattutto grazie all'introduzione del decreto legislativo 231/2001 in materia di responsabilità dell'ente per fatto illecito, segno di una maggiore sensibilità sul tema della responsabilizzazione degli enti, in ottica di una risposta sempre più globalizzata a situazioni che coinvolgono spesso società multinazionali di dimensioni colossali, che trascendono i confini dei singoli stati⁸.

2. L'accresciuta importanza della disciplina del *market abuse*

La repressione penale in materia economica ha visto un accrescimento della propria importanza: infatti, la serietà e l'affidabilità dei mercati finanziari è un tema sempre più sentito, sia dai risparmiatori di ogni dimensione, sia dagli operatori professionali, nonché dalle autorità pubbliche⁹.

Ciò è dovuto soprattutto all'evoluzione del concetto di risparmio¹⁰, che passa dall'essere concepito tradizionalmente come "fondo non speso", a fonte di un guadagno passivo minimo, a rischio pressoché nullo, tramite l'affidamento agli istituti

⁷ Dati forniti da ItaliaOggi Online su www.italiaoggi.it.

⁸ FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, vol. I, Bologna, 2015, pp. 10 ss.

⁹ Sul punto, FOFFANI L., "Sicurezza" dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della "modernità", in *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011 pp. 1935 ss.

¹⁰ Per un'analisi generale del concetto di risparmio, SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela*, in *Giur. comm.*, 2005, pp. 340 ss.; si vedano altresì ALESSANDRI A., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, p. 925; PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. mer.*, 2006, pp. 615 ss.

di credito dello stesso mediante contratti di elementare comprensione, fino ad arrivare ad uno step ulteriore, costituito dall'allocazione nei mercati borsistici del capitale risparmiato, operazione associata a rischi maggiori, a cui però corrispondevano ricompense potenzialmente ben più ghiotte¹¹.

Si passa dunque ad una sempre maggiore finanziarizzazione della ricchezza, che collega l'economia reale al mondo dei mercati borsistici, derivante direttamente dal ruolo da protagonista che questi ultimi hanno avuto negli ultimi decenni.

Tale connessione è evidente con riguardo alle imprese di dimensioni medie e grandi, sempre più lontane dal sistema di reperimento di fondi del "bancocentrismo", e sempre più propense al volgere lo sguardo alla Borsa per sovvenzionare le proprie attività. Tuttavia, l'interesse delle imprese verso il mercato non si limita all'offerta dei propri strumenti al fine di ottenere fondi, ma va oltre, divenendo mezzo privilegiato per l'investimento dei capitali societari rimasti inutilizzati, che altrimenti sarebbero destinati a rimanere infruttuosamente nelle casse della compagnia.

Come fatto notare, "l'esplosione prima, e l'implosione poi, dei mercati azionari hanno condizionato la distribuzione del reddito, l'accumulazione del capitale, il tasso di profitto – in sostanza tutte le componenti della cosiddetta economia reale – finendo per influenzare il prodotto interno lordo, il risparmio pensionistico, nonché la stessa crescita incontrollata della new economy": così, "la distanza tra mercati [finanziari] e società [...] si è molto accorciata, con conseguenze sulle quali si è appena cominciato a riflettere. Negli Stati Uniti prima, e poco dopo in Europa, la borsa è insomma diventata la struttura portante del capitalismo"¹².

Ad essere sempre più legato al sistema dei mercati non è però solo il mondo imprenditoriale, essendo sempre maggiore l'interesse che anche le famiglie ed i risparmiatori "comuni" rivolgono a tale mondo, con sempre più investitori attratti dagli strumenti finanziari offerti, capaci di "garantire" importanti *passive income*, non generati da attività operative¹³.

¹¹ SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 340.

¹² ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 51,

¹³ Gli studiosi hanno elaborato una definizione del mercato finanziario divisa in tre sottocategorie, a seconda degli strumenti negoziati: il mercato bancario, quello assicurativo e quello mobiliare. È opportuno notare però come tali categorie non siano assolute e nettamente distanziate, stante la sempre

Le caratteristiche preponderanti riscontrabili nell'odierna forma di risparmio sono proprio "l'elevata rischiosità dell'operazione negoziale quanto alla futura restituzione delle risorse, nonché l'estrema complessità dei requisiti dello scambio di un bene presente (il denaro) e promessa di un bene futuro (la restituzione), per la cui comprensione è richiesto un ingente patrimonio conoscitivo"¹⁴.

È dunque possibile dire di trovarsi in una nuova fase economica, contrassegnata da un "nuovo capitalismo del mercato finanziario", in cui il rischio d'impresa non è sobbarcato esclusivamente dall'azionista, ma viene frammentato e diviso, coinvolgendo, oltre ai soci sottoscrittori delle azioni, anche soggetti diversi, quali i dipendenti dell'impresa, gli investitori istituzionali, le banche d'affari e via dicendo¹⁵.

Il risultato di questo procedimento evolutivo porta ad un sistema caratterizzato dalla centralizzazione dello strumento finanziario, in cui, più che per la produzione di beni e servizi, si impiegano risorse con il fine ultimo di emettere e collocare azioni ed obbligazioni¹⁶.

In conseguenza della crescente popolarità di tale sistema di risparmio, è evidente come sia risultata necessaria una regolamentazione puntuale degli istituti caratterizzanti gli investimenti borsistici, ed altrettanto indispensabile si è rivelata essere la disciplina in materia di abusi che possono verificarsi sui mercati, a tutela del "buon funzionamento" degli scambi che vi avvengono e di chi vi opera.

maggiore complessità degli strumenti oggetto di scambio in Borsa, capaci ormai di trascendere la distinzione tradizionale precedentemente riportata. Per un quadro di sintesi, si raccomanda ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, VII ed., Torino, 2014, p. 6 ss.

¹⁴ SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013, p.2.

¹⁵ VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee*, Roma, 2004, p. 10.

¹⁶ Le conseguenze, per certi versi paradossali di questo sistema sono state prospettate da QUIGLEY C., *Tragedy and Hope. A History of the World in Our Time*, New York, 1966, p. 336 ss.: si iniziano a "costruire ferrovie per vendere gli strumenti finanziari, non per trasportare beni"; a erigere "industrie dell'acciaio per vendere strumenti finanziari e non per fabbricare acciaio, e così via", arrivando ad "un livello talmente sofisticato di diffusione dei titoli di speculazione, che non richiede più alcun investimento produttivo come base".

Ulteriore conseguenza di ciò è stato il mutamento, avvenuto nel corso degli anni, della percezione della pericolosità sociale degli abusi di mercato: se infatti, precedentemente agli anni Ottanta, essi apparivano come distanti dalla realtà giornaliera, astratti e di poca rilevanza, nell'ultimo periodo lo scenario è profondamente mutato, con un disvalore di sempre maggiore importanza portato dalle incriminazioni in oggetto in capo ai presunti rei¹⁷.

Tale procedimento non ha fatto altro che essere accelerato, oltre che dagli scandali finanziari, anche dalla crisi economica che avvolge l'intera finanza globale.

Si comprende allora l'influenza dei principi elaborati in più di un secolo di storia da parte dell'ordinamento statunitense, nel cui sistema la criminalizzazione dei reati di *market abuse* risale proprio ai periodi neri che hanno fatto seguito alla bolla finanziaria degli anni Venti, e ciò anche in paesi caratterizzati da sistemi giudiziari profondamente differenti da quello degli Stati Uniti¹⁸.

Ciò che più difficilmente è condivisibile è la realizzazione pratica della tutela del mercato finanziario, la quale sembra mirare ad una repressione efficace più che ad una prevenzione efficiente, come testimoniato dal susseguirsi costante di leggi ed innovazioni normative atte ad innalzare le pene previste, fino al raggiungimento di limiti che esulano qualsiasi logica riabilitativa per divenire oltremodo afflittive, con l'esemplare "draconiana" sanzione per l'*insider trading* che arriva nel massimo ai dodici anni di reclusione. Tale soglia diventa ancor meno apprezzabile se si pensa che tale delitto è puramente "di creazione artificiale"¹⁹.

¹⁷ Si veda, ancora, FOFFANI L., "Sicurezza" dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della "modernità", in *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, p. 1921.

¹⁸ DI AMATO, A, *Gli abusi di mercato*, in ID. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 84.

¹⁹ PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, p. 615 ss.

3. Le scelte di politica criminale.

Al fine di meglio cogliere le ragioni poste a fondamento della scelta legislativa circa la punibilità delle condotte di *insider trading*, occorre compiere un'indagine di stampo politico-criminale, di quella politica criminale che “si occupa della questione di come debba essere strutturato il diritto penale per soddisfare al meglio la sua funzione di tutela della società”, che “si collega alle cause del reato”, che “cerca di accertare l'efficacia delle sanzioni impiegate” e che “valuta fino a che punto il legislatore sia legittimato ad estendere il diritto penale”²⁰.

Tale approfondimento non può che incentrarsi su due punti cardine: l'*an* e il *quomodo*; in altre parole, è opportuno sanzionare penalmente l'abuso di informazioni privilegiate? E qual è il modo più efficace ed efficiente per raggiungere tale obiettivo?

Su entrambi i fronti, è possibile riscontrare alcune criticità. Da un lato, infatti, nonostante una diffusione pressoché globale delle norme anti-*insider trading*, non può dirsi del tutto spento il dibattito circa l'effettiva rispondenza del delitto in questione al principio di offensività²¹. Dall'altro, non meno pacifica è l'accettazione del sistema a doppio binario sanzionatorio²², nonché la rispondenza delle pene applicabili ai criteri di proporzionalità e ragionevolezza²³.

Occorre altresì comprendere la difficoltà di una regolamentazione stringente della materia, caratterizzata inevitabilmente da un'imprescindibile multidisciplinarietà, la quale si snoda su ambiti tradizionalmente regolati da altre branche del diritto, come il diritto commerciale, ed allo stesso modo non si può non

²⁰JESCHECK H.-H. e WEIGEND T. (*Lehrbuch Des Strafrechts: Allgemeiner Teil*, Berlino, 1996), in FORTI G., *L'immane concretezza. Metamorfosi del crimine e controllo penale*, Milano, 2000, pp. 99 ss.

²¹ SEMINARA S., *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in CANESTRARI S. e FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?*, Milano, 2005, p. 223.

²² MAZZACUVA N., AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, quarta ed., Padova, 2018, p. 351.

²³ MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005, p. 1466.

tener conto in tale procedimento regolativo degli importanti studi in materia economico-aziendalistica²⁴.

A sostegno della liceità penale dell'abuso di informazioni privilegiate si colloca la dottrina della cosiddetta "*efficient capital market theory*", per la quale ogni intervento regolamentare del mercato produrrebbe un effetto distorsivo del suo naturale equilibrio, spingendo nel senso inverso rispetto alle forze che a tale equilibrio tenderebbero; sul versante opposto, le pratiche di sfruttamento delle informazioni privilegiate avrebbero il pregio di contribuire ad efficientare l'allocazione utile delle risorse²⁵.

In particolare, l'*insider trading* avrebbe una propria collocazione nelle dinamiche borsistiche, e risponderebbe a tre ordini di funzioni.

La prima è quella di allocazione distributiva: potendo infatti anticipare l'andamento del valore dei titoli, lo sfruttamento delle informazioni privilegiate permetterebbe una migliore distribuzione dei capitali interni al mercato.

La seconda è quella di stabilizzazione, avendo infatti la rivelazione delle operazioni effettuate utilizzando posizioni di privilegio un effetto stabilizzante delle quotazioni inerenti ai titoli oggetto delle condotte anzidette.

Infine, terza funzione dell'*insider trading* è quella remunerativa o incentivante, secondo cui è possibile identificare il possesso delle informazioni privilegiate ed il suo conseguente sfruttamento a fini speculativi con una sorta di remunerazione aggiuntiva dei manager, i quali sarebbero anzi esortati ad aumentare la *performance* dei titoli societari potendo lucrare su eventuali rialzi dovuti ad una corretta gestione²⁶.

Con questa impostazione liceista, l'informazione diventa a tutti gli effetti di proprietà del soggetto che la acquisisce, e con essa anche la facoltà, legittima, di sfruttarla come meglio crede; d'altro canto, si enfatizza come si configurerebbe un

²⁴ ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2008, p. 11 s.

²⁵ L'elaborazione della *efficient capital market theory* si deve a MANNE H., *Insider trading and the stock market*, New York, 1966.

²⁶ In argomento, si veda LINCIANO N. e MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002, pp. 26 ss.

victimless crime, non essendo riscontrabile un soggetto danneggiato in quanto la collettività degli investitori si avvantaggerebbe delle influenze positive che le condotte di *insider trading* hanno sul mercato²⁷.

I sostenitori della criminalizzazione dell'abuso di informazioni privilegiate, in numero significativamente maggiore, al di là delle argomentazioni atte a confutare la *efficient market theory*²⁸, portano a sostegno della propria tesi la centralità del ruolo dell'informazione nei mercati, capace di orientare le scelte degli investitori in maniera ottimale solo in quanto corretta, sia qualitativamente sia quantitativamente, tempestiva ed efficiente; al contrario, un flusso informativo deficitario avrà l'effetto di paralizzare il mercato, rendendo più cauti gli investitori, i quali preferiranno non agire non avendo un quadro esauriente della situazione finanziaria in cui operano²⁹.

Inoltre, viene evidenziato altresì come non sempre gli effetti delle operazioni poste in essere dall'*insider* abbiano effetti positivi sul mercato, determinando anzi nel maggior numero di casi un effetto distorsivo del prezzo dei titoli di cui unico beneficiario ne è proprio l'artefice³⁰.

Ed è allo stesso modo vero che, se da un lato l'effetto stabilizzatore delle negoziazioni che sfruttano posizioni *inside* abbia effetto benefici per i risparmiatori di lungo periodo, lo stesso non può dirsi per coloro che assumono posizioni *short*, speculando sull'oscillazione dei prezzi degli strumenti finanziari, i quali inevitabilmente soffriranno in maniera maggiore una fallace formazione del prezzo dei titoli³¹.

Infine, il profitto conseguito mediante l'abuso di informazioni privilegiate non potrebbe in alcun modo costituire un incentivo ad una corretta gestione, non premiando affatto una buona amministrazione dell'ente societario da parte dell'organo direttivo, ma solo ed esclusivamente il mero possesso di una notizia dal carattere

²⁷ HERZEL L. e KATZ L., *Insider trading. Who loses?*, in *Lloyds Bank Review*, 1987, pp. 15 ss.

²⁸ Si rimanda a quanto menzionato nel paragrafo 1 del presente capitolo.

²⁹ SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 46.

³⁰ MACCABRUNI F., *Insider trading ed analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 606.

³¹ SEMINARA S., *op. cit.*, p. 59.

privilegiato, ottenuta senza merito alcuno, ma solo in ragione di un vantaggio posizionale³².

Sulla base di quanto detto, nonché analizzando l'attuale disciplina in materia, con l'aspra sanzione prevista, la scelta di criminalizzare l'*insider trading*, nonché la scelta in merito al modo in cui si procede su tale strada, sembra da ricondurre ad una innata *unfairness*³³ dello stesso.

Infatti, pur essendo in presenza di un delitto peculiare, in quanto, per caratteristiche proprie, si presenta come senza vittime e senza danni diretti, "il ricorso allo strumento della repressione penale può apparire inevitabile, per la formazione e il consolidamento di un atteggiamento collettivo di riprovazione del fenomeno, proprio per la carica notoriamente stigmatizzante di questo tipo di repressione"³⁴.

³² Si veda, in proposito, CARBONE P., *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993. Parte della dottrina evidenzia anzi come, qualora venga liceizzata lo sfruttamento di informazioni privilegiate per gli organi di amministrazione della società, verrebbe incoraggiata la diffusione di notizie *inside negative*, facilmente generabili, unite a pratiche gestorie tutt'altro che raccomandabili; MACCABRUNI F., *Insider trading ed analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 604.

³³ CASSIDY J., *How market fail. The logic of Economic calamities*, London, 2009, p. 43.

³⁴ BARTULLI A., *Problemi di tecnica normativa nella repressione penale dell'«insider trading»*, in ALVISI P, BALZARANI P., e CARCANO G. (a cura di), *L'informazione societaria*, Milano, 1982, vol. I, p. 490.

4. La giurisprudenza in materia di *market abuse* in Italia: alcuni casi.

La casistica del diritto penale d'impresa ricorda una serie di vicende, la cui portata ha scosso l'intera economia nazionale, e in certi casi anche comunitaria, che si snodano sia sul versante finanziario sia su quello della sicurezza.

È indubbio che casi giudiziari di tale portata hanno avuto un'estrema risonanza mediatica, dovuta non soltanto alla mole di capitali coinvolti, ma anche al costo in termini di posti di lavoro³⁵.

Nel presente lavoro, ci è utile ricordare con brevi accenni i principali scandali finanziari avvenuti nell'ultimo ventennio, capaci di segnare la storia giuridica ed economica della nazione, ed anche di incidere sulle scelte operate dal legislatore in materia³⁶.

La vicenda Cirio è ricordata come il primo grande crac verificatosi nella borsa italiana; gli elementi che lo hanno caratterizzato sono la globalizzazione e la “finanza strutturata”, con un abuso dei derivati che ha mandato sul lastrico oltre trentacinquemila investitori.

Il caso Parmalat è probabilmente il più noto, anzitutto per la vastità del danno arrecato, oltre che ai lavoratori ed all'indotto, anche all'economia nazionale ed agli investitori, con un buco di quattordici miliardi di euro finiti bruciati nel crollo dell'azienda, in pratica più di un punto percentuale sul PIL italiano. È inoltre uno dei più grandi per numero di risparmiatori coinvolti, con oltre settantacinquemila denunce penali, quarantamila costituzioni di parte civile nei procedimenti instauratisi, ed un numero complessivo di danneggiati che si aggira tra i centomila ed i centocinquantamila.

Il caso Antonveneta e quello BNL-Unipol rappresentano invece i due episodi principali del cosiddetto “risiko bancario” che ha investito i mercati finanziari nel

³⁵ Sul tema della rappresentazione nei media del diritto penale e delle vicende giudiziarie, si suggerisce PALIERO C.E., *La maschera e il volto (percezione sociale del crimine ed 'effetti penali')*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 467 s.

³⁶ Per un'analisi accurata dei casi presentati, si consiglia il volume FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, vol. I, Bologna, 2015.

2005, e rappresentano il primo, vero banco di prova per le discipline introdotte dalla legge 231/2001, in tema di responsabilità dell'ente per fatto illecito commesso a suo interesse o vantaggio, e per la rinnovata disciplina degli abusi di mercato come novellata dalle leggi sulla tutela del risparmio del 2005, le cui potenzialità erano ancora inesplorate dalla giurisprudenza e dalla dottrina³⁷.

Del caso BNL-Unipol, in particolare, si avrà modo di parlare in seguito, a proposito dell'abuso di informazioni privilegiate commesso dall'allora presidente del consiglio di amministrazione, in materia di *insider* di se stesso³⁸.

Si tratta insomma di vicende che ricordano quanto necessaria sia una normativa puntuale ed efficace in materia di *market abuse*, proprio alla luce della centralità del mercato nella globalizzata economia moderna.

E per quanto statisticamente sia più presente, nonché “d’impatto” mediatico, il fenomeno dell'abuso di mercato, lo stesso *insider trading* risulta oggi fattispecie di particolare interesse³⁹.

5. L'importanza di una corretta informazione nei mercati.

Com'è possibile assicurare il corretto funzionamento di un sistema complesso come il mercato finanziario⁴⁰?

Un ruolo di fondamentale importanza è assunto dall'informazione societaria, soprattutto in ottica di tutela della trasparenza dell'intero sistema, requisito primario per assicurare l'affidabilità del prezzo dei titoli e la correlativa fiducia degli investitori negli stessi, negli emittenti e nel mercato in generale⁴¹.

³⁷ ACCINNI G.P., *Opa obbligatoria e condotta “artificiosa” nel reato di agiotaggio c.d. “manipolativo”*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 56 s.

³⁸ Si rimanda, sul punto, al capitolo 4 del presente lavoro.

³⁹ AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 11.

⁴⁰ Per un'analisi del concetto di “mercato finanziario”, con riferimento al suo significato nel contesto giuridico-normativo, si suggerisce GUIZZI G., *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, V agg., Milano, 2001.

⁴¹ RORDORF V. R., *Importanza e limiti dell'informazione sui mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 773 s., fa notare come l'importanza di un corretto flusso informativo nel mercato sia talmente

L'efficienza di un mercato si misura proprio nella sua capacità di assicurare un costante, completo e rapido flusso informativo fra domanda ed offerta: solo in questo modo il prezzo degli strumenti finanziari negoziati al suo interno può essere veritiero, in quanto frutto del procedimento di valutazione da parte del pubblico delle informazioni a propria disposizione⁴². Il prezzo non è altro che “informazioni espresse in numero”⁴³.

Di fatti, informazioni tempestive, puntuali e precise favoriscono un ambiente borsistico sano, in cui il prezzo degli strumenti finanziari circolanti fluttua in maniera corretta. Viceversa, la diffusione di informazioni imprecise, inattendibili o fuorvianti mina la salute del mercato, orientando l'agire dei soggetti al suo interno in maniera carente, con la conseguenza che la formazione dei prezzi non risulterà allineata all'effettivo valore della materia negoziata.

Da questa considerazione deriva che il mercato finanziario, prima ancora che essere luogo di scambio di beni, è luogo in cui è fondamentale lo scambio di informazioni⁴⁴.

Tuttavia, un flusso informativo di tale specie non è soltanto utopistico, ma anche sbagliato. Le imprese hanno bisogno di informazioni riservate, alcune delle quali possono avere caratteristiche di *price sensitivity*.

La disciplina in materia di informazione societaria accetta infatti tale caso, permettendo proprio un ritardo nella comunicazione di notizie riservate che riguardano

lampante che “sembrerebbe persino inutile spendervi parole”. Per un'analisi generale, si suggerisce anche COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1993, p. 724 s.

⁴² SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C., ALESSANDRI A., FOFFANI L., SEMINARA S., SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 515.

⁴³ L'espressione è di NAVA M., *L'informazione di qualità giova ai mercati*, Il sole 24 ore, 5 giugno 2018, reperibile online su <https://www.ilsole24ore.com/art/l-informazione-qualita-giova-mercati-AE83y2zE>.

⁴⁴ AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012 pp. 21 ss.

l'ente, a condizione che siano soddisfatti requisiti di cui all'articolo 17 paragrafo 4 del regolamento MAR⁴⁵, il tutto sotto la responsabilità dell'ente stesso.

Inoltre, è da segnalare come il dislivello informativo è fenomeno fisiologico ed ineliminabile del mercato, ed è essenzialmente il tratto unificante le due fattispecie di *market abuse*. Per quanto diverse⁴⁶, infatti, entrambe si connotano per le differenze conoscitive sussistenti tra l'agente e la generalità degli investitori.

Ciò è evidente con l'abuso di informazioni privilegiate, la quali sono detenute in maniera pressoché esclusiva dall'*insider*, che sfrutta parassitariamente conoscenze ottenute non per chissà quali meriti o studi, ma per la posizione ricoperta.

Ed è altresì evidente nel delitto di manipolazione di mercato, nella fattispecie di manipolazione informativa, posto che il manipolatore sa che la notizia divulgata è falsa, mentre il pubblico dispone di informazioni scorrette; non di meno, l'asimmetria informativa è riscontrabile anche nella manipolazione operativa, ove, pur non essendoci un trasferimento diretto di informazioni, le condotte punibili presuppongano l'avvenuta conoscenza delle operazioni manipolative da parte dei soggetti estranei all'illecito⁴⁷.

Ciò che rileva, in concreto, è "l'attitudine ingannatoria" delle condotte poste in essere, intesa come ogni forma di attività "che determini una falsa rappresentazione dei fatti della realtà di mercato e che sia in conseguenza capace di trarre in inganno gli operatori"⁴⁸.

⁴⁵ Nello specifico, l'ente può ritardare le comunicazioni, sotto la propria responsabilità, qualora: "a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni; b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico; c) l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni".

⁴⁶ La metafora che si accompagna alla descrizione delle due fattispecie è solitamente quella del puntare su un cavallo che si sa già essere vincente per l'abuso di informazioni privilegiate, ed il truccare interamente la relativa corsa per la manipolazione di mercato.

⁴⁷ Sul punto, si veda MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, pp. 845 ss.

⁴⁸ Tribunale di Milano, I sez. penale, sent. 31 ottobre 2011 (dep. 15 dicembre 2011), p. 155, in www.penalecontemporaneo.it.

In sostanza, l'offensività delle condotte sopra descritte si riscontra proprio con riferimento all'affidabilità degli operatori di mercato, essendo in gioco "un bene tanto immateriale quanto irrinunciabile per il funzionamento del mercato come la fiducia dei risparmiatori"⁴⁹.

L'interesse giuridicamente tutelato dell'investitore si concretizza dunque in una informazione che sia corretta, tempestiva e trasparente, cosicché egli possa porla alla base di consapevoli scelte di mercato. Ed è proprio quest'ultimo a beneficiarne maggiormente, guadagnando in termini di appetibilità e competitività⁵⁰.

⁴⁹ FOFFANI L., "Sicurezza" dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della "modernità", in *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, p. 1927.

⁵⁰ MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, p. 837 s.

6. Una panoramica della attuale disciplina degli abusi di mercato.

Appare adeguato accennare brevemente, per fini di completezza del quadro in cui l'ambito oggetto di questa tesi si inserisce, alla normativa che regola i delitti di *market abuse*.

Essa è contenuta nel TUF, al titolo I bis, che enumera le disposizioni generali al capo I, le sanzioni penali al capo II, le sanzioni amministrative al capo III, i poteri della Consob al capo IV e i rapporti tra il procedimento penale e quello amministrativo al capo V.

L'articolo 180 TUF, introduttivo dell'intero titolo, si occupa delle definizioni, specificando, tra le varie, cosa debba intendersi per "strumenti finanziari", per "informazione privilegiata" ed "emittente".

Il 182 TUF si occupa invece di questioni di giurisdizione, prevedendo che gli illeciti penali ed amministrativi, anche se commessi all'estero, siano puniti ai sensi della normativa italiana qualora attengano a strumenti ammessi, o per i quali sia stata presentata richiesta di ammissione, in un mercato regolamentato italiano, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione, nonché, solo per quanto riguarda gli illeciti amministrativi, anche agli strumenti negoziati, o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni, in un mercato dell'Unione Europea.

Il successivo articolo 183, denominato comunemente *safe harbour* in quanto prevede delle esenzioni che fungono proprio da "porto sicuro", restringe il campo applicativo delle disposizioni del titolo I bis, stabilendo che l'area di esenzione attiene a operazioni, ordini e condotte previsti dall'articolo 6 MAR, riferibili al campo della politica monetaria, dei cambi o del debito pubblico, o a questioni ambientali, nonché, alla lettera b), alle negoziazioni di azioni proprie effettuate ai sensi dell'articolo 5 MAR.

Il TUF prosegue poi con la regolamentazione delle fattispecie penali di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato.

Al primo delitto è dedicato l'articolo 184 TUF, consistente nella condotta di chi sfrutti sul mercato un'informazione privilegiata, ottenuta per vantaggi posizionali,

effettuando operazioni, comunicandola a terzi o utilizzandola per elargire suggerimenti in merito a strumenti finanziari⁵¹.

Diversamente, esulando la manipolazione di mercato dall'oggetto di questa tesi, vi si può soltanto accennare brevemente. Essa è sanzionata dall'articolo 185 TUF e consiste nella diffusione di notizie false, nel compimento di operazioni simulate ovvero di altri artifici, che siano concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari⁵².

Proseguendo con l'analisi del TUF, si trovano in seguito le pene accessorie, prevalentemente di natura interdittiva, e la confisca, disposta sempre per le fattispecie penali, del prodotto o profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

Gli articoli seguenti sono infine dedicati agli illeciti amministrativi, alle relative sanzioni ed al procedimento di applicazione.

Il capo IV è poi dedicato ai poteri della Consob, e precede l'ultimo, il capo V, dedicato infine al complicato rapporto tra il procedimento penale e quello amministrativo, con tutte le problematiche derivanti dal doppio binario sanzionatorio relativi a violazioni del principio del *ne bis in idem*⁵³.

⁵¹ Si rimanda, *infra*, al capitolo successivo, ove il tema dell'*insider trading* verrà trattato esaustivamente.

⁵² Non potendo essere completi sulla trattazione del reato di manipolazione di mercato, si rimanda a MAZZACUVA N., AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, quarta ed., Padova, 2018, parte quarta, cap. III; SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, pp. 88 – 110; SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013, cap. IV; D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, pp. 166 – 218.

⁵³ In proposito, per una trattazione esauriente del principio del *ne bis in idem* e delle controversie sorte in materia di abusi di mercato e violazione del suddetto principio da parte dell'impianto sanzionatorio italiano, si rimanda *infra*, al capitolo 2, paragrafi 24 e 25, del presente lavoro.

CAPITOLO 2

LA DISCIPLINA GENERALE DELL'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

1. La definizione di “Informazione Privilegiata”: evoluzione storica e disciplina attuale.

Per definire ciò che è abuso di informazioni privilegiate⁵⁴, non si può fare a meno di esaminare quando un'informazione va ad assumere il carattere del privilegio e diviene rilevante ai fini della normativa penalistica.

La normativa di riferimento deputata alla definizione del concetto di “informazione privilegiata” ha subito molteplici modifiche dall'introduzione della disciplina del *market abuse* ad oggi.

Fondamentale, in primo luogo, è stato il passaggio dalla nozione di “informazione riservata”, prevista nella prima legge che regolamentava la materia, ovvero la 157/1991, a quello di “informazione privilegiata”, introdotto dal TUF nel 1998⁵⁵. Tale passaggio, oltre a spostare l'attenzione del giudice dalla semplice verifica in merito all'identità e alla qualificazione del soggetto agente, con la costruzione di un vero e proprio “reato d'autore”⁵⁶, ad una più attenta ricostruzione del nesso causale tra il possesso della notizia ed il suo utilizzo, ha permesso di meglio

⁵⁴ Per un'analisi del reato di abuso di informazioni privilegiate, si rimanda *infra*.

⁵⁵ L'articolo 180 del TUF, al comma terzo, prevedeva che “per informazione privilegiata si intende un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo”.

⁵⁶ Si rimanda al paragrafo 7 del presente capitolo per una più puntuale descrizione della materia.

qualificare l'informazione stessa, slegando la condotta dell'insider trading dalla natura riservata delle notizie.

La maggiore specificità della disciplina si spiega, inoltre, con la circostanza che la nozione esplicita nell'articolo 180 TUF fungeva da base non soltanto per il delitto di *insider trading*, ma anche per la normativa sugli obblighi in materia di informazione societaria di cui all'articolo 114 del TUF, che vi rinvia espressamente.

Essendo, dunque, nell'illecito di insider trading, punito lo sfruttamento di un privilegio conoscitivo di cui la generalità degli investitori non dispone, poiché non dipendente da studi o ricerche o da una superiore capacità di analisi di dati e fatti già noti, viene sostanzialmente affermata una coincidenza, seppur parziale, dell'obbligo di *disclosure* degli emittenti quotati e l'obbligo di *abstain* degli operatori di mercato in possesso di informazioni privilegiate⁵⁷.

L'attuale disciplina dell'informazione privilegiata non differisce significativamente da quella previgente. L'innovazione più recente è stata apportata dal decreto legislativo 107/2018, che ha utilizzato la tecnica del rimando legislativo per adeguare la definizione italiana a quella comunitaria.

Partiamo dunque definendo quando un'informazione vada classificata come privilegiata: secondo l'art. 7, paragrafi da 1 a 4, del Regolamento UE 596/2014, cui il legislatore italiano fa riferimento nell'art. 180 del TUF che si occupa appunto di definizioni, è privilegiata un'informazione di “carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”⁵⁸. Il privilegio deriva dunque da quattro caratteristiche, che verranno esaminate nel dettaglio nei paragrafi successivi.

⁵⁷ Sul punto, SEMINARA S., *Disclosure or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in Banca, borsa, tit. cred., 2008, p. 348.

⁵⁸ Regolamento UE 576/2014.

2. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: la precisione.

La prima delle caratteristiche intrinseche di un'informazione privilegiata è costituita dal carattere preciso della stessa.

Perché ciò sussista, il comma 2 dell'articolo 7 del MAR prescrive che essa debba essere inerente “a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà”.

Il riferimento temporale introdotto dalla disposizione abbraccia non soltanto accadimenti passati o presenti, ma anche tutti quegli eventi e complessi di circostanze futuri, a condizione che ne sia ragionevolmente prevedibile la verifica.

Dato l'elevato grado di certezza richiesto dalla nozione, vi si possono ricomprendere solo fatti, eventi, circostanze: tutti concetti che posseggono intrinsecamente i caratteri della determinatezza e dell'oggettività. Ciò rende possibile escludere tutte quelle notizie vaghe o non supportate da dati oggettivi atti a dimostrarne un'adeguata probabilità di verifica, quali ad esempio i cosiddetti *rumors*, ovvero le voci di mercato, notizie non confermate od officiose⁵⁹.

In proposito, si riporta quanto deciso dalla Cassazione nel 2012: poiché “la comunicazione di informazioni privilegiate è punibile soltanto con riferimento ad eventi accaduti o a circostanze che siano in atto “esistenti”, oppure a circostanze od

⁵⁹ SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, p. 9. Si segnala come, fino a non molto tempo fa, il Regolamento Emittenti dedicasse proprio ai *rumors* l'articolo 66, sancendo l'obbligo per le società di emanare “un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto”. Tuttavia, visto il parere contrario del CESR nel caso in cui tali notizie fossero “*without substance*”, la Consob ha provveduto a modificare il regolamento, al fine di meglio tutelare il diritto al *no comment*, scongiurando altresì le condotte di “*phishing*”, ovvero la diffusione di falsi *rumors* al fine di ottenere la comunicazione dei dati privilegiati in possesso delle emittenti. Attualmente, spetta dunque a queste ultime decidere sulla necessità di pubblicare comunicati o meno con riferimento a speculazioni del tipo suddetto. Si suggerisce D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 116.

eventi ragionevolmente prevedibili nel futuro, deve concludersi che la notizia avente ad oggetto un complesso di circostanze inesistenti, falsamente date per attuali, esula dal modello descrittivo tracciato dalla norma”⁶⁰. La condotta dell’agente che sfrutta una conoscenza che egli ritiene veritiera, ma in realtà falsa fin dal principio, in quanto concernente fatti destinati a mai verificarsi, integra essenzialmente la figura del reato putativo, restando fuori dall’area della punibilità⁶¹.

L’informazione deve altresì essere “sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d’asta sulla base delle quote di emissioni”⁶².

In altri termini, essa deve essere sufficientemente determinata, almeno in maniera tale da consentire all’*insider* di porla alla base di una scelta di investimento o disinvestimento, prevedendo l’effetto che verosimilmente avrà sui titoli che ha ad oggetto⁶³.

Un’ipotesi particolare, introdotta dal rinvio all’articolo 7 del MAR effettuato dal decreto legislativo 107/2018, è data dalle singole tappe di trattative o processi di mercato che possono protrarsi nel tempo: tali passaggi intermedi, così come la conoscenza degli obiettivi finali della negoziazione, costituiscono informazioni privilegiate qualora posseggano il carattere della specificità. Senza il suddetto requisito, sarebbe impossibile un’utilizzazione efficace della notizia per fini speculativi.

⁶⁰ Cassazione, 6 dicembre 2012, n° 49362, in *Dir. pen. Cont.*, 2013, 7 aprile.

⁶¹ Il reato putativo, disciplinato dall’articolo 49 del Codice penale, è quell’ipotesi in cui un soggetto pone in essere una certa azione nell’inesatta convinzione, determinata da errore di fatto o di diritto, che si tratti di reato. Per un’accurata disamina dell’istituto, si consiglia FIANDACA G., MUSCO e., *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2014.

⁶² Articolo 7, comma 2, Regolamento UE 596/2014.

⁶³ Sul punto, SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 58 s.

3. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: l'oggetto.

Il secondo requisito che identifica il privilegio informativo è dato dall'oggetto della notizia, che può riguardare “direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari”

Essa può dunque abbracciare due fronti: da un lato, abbiamo le *corporate information*, relative alla società emittente, sia nella sua situazione economica, patrimoniale od organizzativa, sia con riguardo alla scoperta di nuovi processi o nuove tecnologie, nonché eventuali operazioni finanziarie, amministrative e gestionali dell'ente stesso; dall'altro troviamo le *market information*, inerenti invece vicende esterne agli enti, avendo riguardo al mercato nel suo complesso, ad esempio provvedimenti legislativi od amministrativi, od eventi o circostanze anche per certi versi slegati dall'economia di mercato, la cui portata potrebbe influenzare il prezzo degli strumenti finanziari di una o più emittenti, o notizie di lanci di offerte pubbliche di acquisto, destinati inevitabilmente ad aumentare il valore delle azioni della società bersaglio.

Rientrano in questo modo all'interno della fattispecie anche “tutte quelle notizie che hanno origine fuori dall'emittente e che hanno ad oggetto eventi o fatti di natura non strettamente economica e finanziaria, sempre purché possano produrre effetti, anche indiretti, sugli emittenti o, in generale, sul valore di uno o più strumenti finanziari”⁶⁴.

Per quanto riguarda la definizione di “strumenti finanziari”, essa viene indicata nell'articolo 180 TUF al comma primo, lettera a, che elenca minuziosamente quattro diverse tipologie di strumenti finanziari.

La prima disposizione ad essere richiamata è l'articolo 1, comma 2, TUF, il quale, pur senza fornirne una definizione precisa, elenca una serie di figure che incarnano, appunto, degli “strumenti finanziari”⁶⁵, integrandola però con la

⁶⁴ GIAVAZZI S., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CERQUA L. D. (a cura di), *Diritto penale delle società*, I, Padova, 2009, p. 823.

⁶⁵ Nello specifico, la norma indica con un lungo elenco che può trattarsi sia di titoli negoziabili (azioni, obbligazioni, altri titoli rappresentativi di capitali di rischio, ecc.), sia di contratti qualificati (contratti

precisazione che deve trattarsi di strumenti che siano già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano od europeo, oppure per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati anzidetti. Con tale previsione, si intende estendere l'ambito di applicabilità delle disposizioni del TUF anche alle manovre speculative che avvengono nella delicata fase precedente la quotazione dei titoli. È da ritenersi che, qualora l'iter di ammissione si concludesse in senso negativo, la responsabilità per illeciti riguardanti tali strumenti finanziari permarrrebbe nonostante l'esito della procedura⁶⁶.

Al numero 2 della lettera a del medesimo articolo sono richiamati gli strumenti finanziari negoziati, o per i quali è stata presentata richiesta di negoziazione, in un "sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro paese dell'Unione Europea". In un'ottica di estensione della disciplina in materia di *market abuse*, è stata dunque prevista la sanzionabilità delle condotte intervenute su strumenti finanziari negoziati sui cosiddetti "sistemi multilaterali di negoziazione", abbreviati in MTF, in precedenza previsti solo per i mercati regolamentati.

Alla stessa logica rispondono i numeri 2 bis e 2 ter della lettera a del primo comma dell'articolo 180 TUF, aventi però differenti oggetti.

Il primo si occupa degli strumenti finanziari negoziati in un mercato organizzato di negoziazione (OTF), sia esso italiano od europeo. Il secondo indica "gli strumenti finanziari non contemplati dai precedenti numeri, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ivi menzionato, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali", rendendo così rilevanti gli strumenti negoziati al di fuori delle sedi di negoziazione, nonché gli strumenti finanziari non quotati in sedi di negoziazione, i cui prezzi dipendono o sono influenzati dai prezzi di strumenti finanziari invece ammessi nelle sedi di negoziazione, i cosiddetti strumenti finanziari negoziati *over the counter* (OTC).

di opzione, futures, swaps sconnessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, indici finanziari, merci, ecc.).

⁶⁶ NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008 p. 682.

La definizione di “emittenti” viene anch’essa fornita dall’articolo 180 TUF, mediante rimando all’articolo 3, paragrafo 1, numero 21 del MAR. La formula utilizzata è: “un soggetto giuridico di diritto privato o pubblico, che emette o si propone di emettere strumenti finanziari che, in caso di certificati rappresentativi di strumenti finanziari, corrisponde all’emittente dello strumento finanziario rappresentato”.

Il nesso intercorrente tra l’informazione e il suo oggetto può essere diretto od indiretto.

La notizia riguarda direttamente gli emittenti strumenti finanziari qualora si riferisca alla situazione patrimoniale o gestionale della società: a titolo esemplificativo, dati relativi alle strutture organizzative, alla composizione degli organi e della base sociale, ai risultati finanziari di periodo, nonché inerenti importanti acquisizioni, scoperte ed innovazioni tecnologiche, marchi, loghi, ecc.⁶⁷.

Riguardo gli strumenti finanziari, informazioni che li riguardano direttamente possono concernere la loro negoziazione su determinati mercati, la loro esclusione da essi, lanci di imminenti offerte pubbliche che li riguardano, predisposizioni di piani di riacquisto di azioni proprie e simili fattispecie.

Più complessa è la ricostruzione di un filo indiretto tra la notizia e gli strumenti finanziari o gli emittenti. In tal senso, un’indicazione ci è fornita dal *considerando* numero 16 della direttiva CE 6 del 2003, quando riferisce l’attributo alle “informazioni che potrebbero influire in modo sensibile sull’evoluzione dei prezzi di un mercato regolamentato in quanto tale”, per cui, in via interpretativa, sarebbe possibile ricomprendervi le informazioni di carattere generale riguardanti un determinato mercato regolamentato, così come notizie sulle decisioni delle Banche Centrali inerenti ai tassi di interesse⁶⁸.

Da segnalarsi, in ultimo, che l’articolo 7 del MAR, alle lettere b, c e d del comma primo, introduce nell’ordinamento le definizioni di informazioni privilegiate inerenti agli strumenti derivati su merci, alle quote di emissioni o ai prodotti oggetto

⁶⁷ Tratto dall’elencazione delle linee guida del CESR, il comitato europeo indipendente che riunisce le Autorità di regolazione finanziaria. In *Market Abuse Directive – Level 3*.

⁶⁸ PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007 p. 1031.

d'asta correlati, nonché l'ipotesi della trasmissione di informazioni dal cliente alle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari.

4. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: l'indisponibilità al pubblico.

Ulteriore requisito perché un'informazione possa qualificarsi come privilegiata è dato dall'indisponibilità al pubblico della stessa. Qualora, infatti, il pubblico fosse a conoscenza della notizia, il privilegio conoscitivo non sussisterebbe, trovandosi tutti gli investitori nella stessa condizione, senza posizioni di vantaggio passibili di essere sfruttate illecitamente.

Da segnalare un'evoluzione della normativa, che nella prima formulazione del TUF utilizzava la locuzione “di cui il pubblico non dispone”. Nell'attuale formulazione, la scelta del legislatore è ricaduta sull'espressione “che non è stata resa pubblica”. Ciò ha permesso di superare le perplessità derivanti dal dato testuale, che sembrava pretendere la prova dell'effettiva conoscenza da parte della generalità degli investitori⁶⁹.

Come già anticipato, le asimmetrie informative sono imprescindibili all'interno del mercato mobiliare, essendo una fisiologica conseguenza delle differenti posizioni ricoperte dai soggetti che vi operano.

Al fine di colmare tali differenze conoscitive, sono posti dall'articolo 114 del TUF obblighi di informazione continua a carico degli emittenti titoli quotati nei confronti della generalità degli investitori.

⁶⁹ La dottrina segnalava come la prima formulazione della norma nel TUF dovesse intendersi nel senso di effettiva e concreta possibilità per il pubblico di aver accesso alla notizia, rendendo così necessaria l'adozione di forme di pubblicità adeguate allo scopo. In proposito, si suggerisce MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 937. Inoltre, si segnala il pensiero di FLICK G. M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 989, che ritiene conoscibile al pubblico una notizia cui effettivamente il pubblico degli investitori ha potenzialmente accesso, senza però che tale conoscenza sia effettivamente realizzata.

Lo stretto legame che unisce gli istituti dell'abuso di informazioni privilegiate e quello dell'informazione societaria si coglie con riguardo alla funzione svolta dall'articolo 114, spiccatamente preventiva rispetto al divieto di sfruttamento illecito dettato dall'articolo 184.

Oggetto di tali comunicazioni sono proprio le informazioni privilegiate in possesso dell'ente, come indicato dall'articolo 114, che rimanda alla definizione data dal MAR, rendendo ancora più chiara la relazione tra i due articoli.

Va da sé che la coincidenza tra il concetto di informazioni oggetto delle comunicazioni societarie e quelle oggetto di *insider trading* è soltanto parzialmente coincidente, posto che l'obbligo di *Disclosure* riguarda solo le *corporate information*, andando a riguardare direttamente la società emittente. Esulano invece dal campo di applicazione le *market information*, estranee alla dimensione societaria dell'ente.

In materia di “non pubblicità della notizia”, significativo è stato l'apporto dato dalla Corte di Cassazione nel caso Banca Profilo⁷⁰, in cui vengono esplicitate quattro conseguenze dalla definizione del carattere non pubblico dell'informazione.

La prima è che l'oggetto della pubblicità idonea a far decadere la condizione di privilegio dell'informazione non è quello riguardante una qualsivoglia notizia a contenuto finanziario, ma soltanto quello che possiede i requisiti di determinatezza e specificità.

In secondo luogo, non è possibile qualificare come “disponibile al pubblico” un'informazione circolata nello svolgimento di trattative riservate le quali, per definizione, non sono destinate ad essere accessibili dalla generalità degli operatori di mercato.

Terza necessaria conseguenza posta dalla Suprema Corte è che l'informazione assistita dal privilegio informativo è quella che trasferisce “un ragguaglio idoneo ad un impiego operativo”, capace di promuovere la decisione d'investimento proficuo.

Infine, si deduce che la pubblicità non deve riguardare un indeterminato ammontare di persone, ma deve essere indirizzata a quel complesso di persone

⁷⁰ Cass., 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Cass. pen.*, 2010, p. 3240.

raggruppate dalla normativa di *market abuse* sotto la figura dell'investitore ragionevole⁷¹.

Così, è da ritenersi perso il privilegio dell'informazione che venga diffusa ai sensi e con le modalità prescritte dall'articolo 114 TUF, ma anche di quella che venga resa pubblica per altre vie, non strettamente dettata dalla norma anzidetta, purché ciò accada in maniera idonea a raggiungere il pubblico degli investitori⁷². A riprova di ciò, si segnala che la norma penale non fa in alcun modo riferimento all'informazione societaria, perseguendo, le due norme, diversi, ma complementari, fini.

5. Le caratteristiche dell'informazione privilegiata: la *price sensitivity*.

L'ultimo carattere del privilegio informativo è dato dalla *price sensitivity* della notizia, potendo questa, una volta resa pubblica, avere l'effetto di influenzare il prezzo degli strumenti finanziari che ne costituiscono l'oggetto.

Tale nozione è tuttavia, per certi versi, astratta, posto che non è agevole definire quantitativamente un'alterazione che possa definirsi "sensibile", come sancito dalla normativa ante decreto legislativo 107/2018, o, ancor di più e con le parole della disciplina attuale, "significativa".

Per ovviare a tali inconvenienze, il legislatore ha elaborato la figura, di derivazione statunitense e successivamente elevata al rango di requisito normativo della *price sensitivity*, del cosiddetto "Investitore ragionevole".

Esso è menzionato anche dal MAR all'articolo 7, comma 4, quando si specifica che per informazione privilegiata "s'intende un'informazione che un

⁷¹ AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012 pp. 93 ss.

⁷² Si veda, in proposito, anche Corte App. Milano, 30 gennaio 2009, in *Foro Ambr.*, 2009, 1, p. 88 s., nella quale si statuisce che "per ritenere pubblica l'informazione bisogna tener conto della diffusione della stessa secondo i canali indicati dall'art. 114 d.lgs. 58/1998, secondo la formulazione introdotta dall'art. 9 l. 62/2005. Non è però escluso che vi possano essere canali equipollenti che rendano pubblica l'informazione, ma questi devono essere tali da assicurare lo stesso effetto sotto il profilo della certezza e della diffusione, sì da dover provenire necessariamente dai soggetti gravati dall'obbligo di informativa previsto dall'art. 114".

investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento”.

Occorre dunque valutare chi bisogna intendere per investitore ragionevole, dato che semplificare l'intero catalogo di operatori di mercato sotto un'unica figura omogenea è sostanzialmente impossibile.

In proposito, certamente bisogna astenersi dal riconoscerlo nell'estremo dell'investitore professionale, sia esso persona fisica o giuridica, con a disposizione strumenti, personale, conoscenze e fondi per sfruttare al meglio anche i dati che ai più sfuggono.

Sarebbe altresì un errore qualificarlo come un “investitore della domenica”, un soggetto sprovvisto, che agisce di pancia e affidandosi al puro istinto, senza troppo preoccuparsi di complicate analisi o previsioni.

Ecco allora che si può prendere a parametro un ideale investitore medio, accorto e prudente, non dotato di conoscenze al di fuori dell'ordinario, e le cui scelte sono guidate esclusivamente dalla ragione. Tuttavia, tale visione semplicistica dell'operatore medio di mercato è fallace.

L'idea stessa che le operazioni di trading siano guidate esclusivamente dal razio-cinio è viziata dall'assunto di fondo che il mercato sia un luogo razionale: come dimostrano le bolle speculative succedutesi nel corso dei secoli, la borsa è un luogo formato da individui estremamente eterogenei, e ciò che guida i più non è certamente la ragione, ma le emozioni, i sentimenti e le sensazioni del momento, capaci di trascinare anche coloro che si professano avveduti⁷³. Ciò è dimostrato anche dalla finanza comportamentale, che dimostra come i processi decisionali che concernono scelte di investimento, anche quelli che sembrano razionali, presentano in realtà componenti emotive⁷⁴.

Caduta dunque la teoria finanziaria classica della razionalità in sede di decisione nei mercati, sorgono ancor più forti i dubbi sul criterio dell'investitore ragionevole. Tali dubbi si sono manifestati nella sentenza del Tribunale di Torino nel

⁷³ Su tale argomento, si suggerisce GALIMBERTI F., *Economia e pazzia*, Bari, 2002.

⁷⁴ A proposito di finanza comportamentale, LINCiano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori Retail*, in *Quaderni di finanza*, 2010, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma 4 giugno 2010, in www.consob.it.

caso Ifil del 2011, che, riconosciuti i limiti della teoria del *reasonable investor* e dell'accertamento ex ante della qualificazione di determinate condotte come *price sensitive*, ha optato per una ricostruzione ex post dell'attitudine alterativa dei prezzi degli strumenti finanziari, giustificando la decisione in questo modo: “dovendosi verificare se in concreto [...] il pericolo per l'alterazione di strumenti finanziari si sia effettivamente prodotto, non sembra esserci altro modo per effettuare tale verifica se non attraverso l'attenta analisi della reazione del mercato al comunicato in questione”⁷⁵.

La Cassazione ha tuttavia prontamente bocciato le conclusioni cui era pervenuto l'organo giudicante, in quanto basate sull'erronea trasformazione di un reato di pericolo in uno di danno, non essendo affatto richiesta la verifica dell'evento ai fini dell'integrazione della fattispecie in oggetto.

In conclusione, si ritiene dunque di dover considerare il parametro dell'investitore ragionevole come un parametro ideale, ossia riferibile ad un soggetto sufficientemente preparato ed accorto, che pondera adeguatamente le proprie decisioni ed è in grado di elaborare e dare rilevanza alle informazioni meritevoli di considerazione.

Definito ciò, l'indice di riferimento utilizzato dal legislatore per definire la capacità delle notizie di alterare il prezzo degli strumenti finanziari è dato dalla circostanza che un investitore ragionevole, venuto in possesso di una tale informazione, la ponga alla base, anche non esclusiva, di un'operazione di investimento o disinvestimento.

Tale criterio è stato più volte tacciato di indeterminatezza e di mancanza di riscontro nella pratica, “poiché, da un lato, la diversa propensione al rischio disincentiva un qualunque tentativo di sintesi centrato su un archetipo unitario di investitore, dall'altro, perché [...] i comportamenti sul mercato sono spesso retti dall'irrazionalità”⁷⁶.

⁷⁵ Trib. Torino, 18 marzo 2011 (ud. 21 dicembre 2010), con nota di FALCINELLI D., *Il giudice, l'antifrasi e una “Fata Morgana”*: se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto), in www.penalecontemporaneo.it.

⁷⁶ NISCO A., 2009, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, p. 113.

Difatti, come già menzionato, sul mercato agisce una platea infinitamente differenziata di soggetti, ognuno con le proprie motivazioni, disponibilità economica e propensione al rischio. Ridurre tutto alla locuzione “Investitore ragionevole” pone sulle spalle dell’interprete in primis, e del giudice successivamente, un arduo compito, consistente nella ricostruzione della sussistenza della capacità della notizia di influenzare il prezzo degli strumenti finanziari.

È tuttavia assunto comunemente accettato che la ricostruzione delle caratteristiche proprie del privilegio informativo in capo alla informazione vada effettuata *ex ante* ed in concreto, come prescritto dal 14° considerando del reg. UE 576/2014: “Occorre considerare l’impatto previsto dell’informazione alla luce dell’attività complessiva dell’emittente in questione, l’attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari”.

Ciò è altresì condiviso dalla giurisprudenza, che individuando l’*insider trading* come reato di pericolo, non ritiene necessario “che il giudice accerti l’esistenza dell’effetto dell’abuso di mercato, ma è sufficiente ritenga l’informazione utilmente sfruttabile da un investitore ragionevole”⁷⁷.

Coordinando tale assunto con la teoria dell’investitore ragionevole, le due definizioni della natura *price-sensitive* della notizia devono ritenersi equivalenti, andando a riguardare una l’aspetto oggettivo della notizia, ovvero la potenziale capacità di alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti negoziati sul mercato, l’altra quello soggettivo, inteso come un’elevata comprensibilità dell’informazione, essendo possibile per l’investitore medio coglierne l’utilità e porla alla base delle sue decisioni d’investimento.

Del problema della *price sensitivity* si è occupata anche la Corte di Giustizia dell’Unione Europea nel caso Spector Photo Group, chiarendo che “conformemente alla finalità della direttiva 2003/6/Ce, l’idoneità ad incidere sensibilmente sui prezzi deve valutarsi, a priori, alla luce del contenuto dell’informazione di cui trattasi e del contesto nel quale essa s’inserisce. Per determinare se un’informazione sia privilegiata, non è quindi necessario esaminare se la sua divulgazione abbia

⁷⁷ Trib. Milano, 25 ottobre 2006, in *Foro Ambrosiano*, 2006, 4, 478.

effettivamente influito in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce”⁷⁸.

Un ultimo aspetto significativo della normativa attuale è dato dal passaggio dall’inciso “alterare *sensibilmente* il prezzo degli strumenti finanziari” a quello, quantitativamente più pregnante, di “potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi” dei medesimi strumenti finanziari. Tale formula evidenzia meglio il potenziale esito della diffusione della notizia sugli strumenti finanziari che ne sono oggetto, fermo restando il parametro di riferimento principe dato dal *reasonable investor*.

⁷⁸ Corte di giustizia Ue, 23 dicembre 2009, causa C-45/08, Spector Photo Group, punto 69.

6. L'evoluzione della disciplina sull'*insider trading*: la prima normativa nazionale, la Legge 157/1991

Una regolazione vera e propria dell'abuso di informazioni privilegiate venne introdotta in Italia solo all'inizio degli anni '90 del secolo scorso, con la legge 157/1991, rubricata "Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa", la quale recepiva la direttiva 89/59/CEE.

Con tale legge, la fattispecie in esame venne elevata al rango di reato, concretizzando una scelta di politica legislativa in ambito giuridico economico già diffusa in Europa e, precedentemente, anche negli Stati Uniti. Da precisare, tuttavia, l'assenza di un obbligo in capo al legislatore nazionale di intraprendere la strada della repressione penale della condotta esaminata, posto che la direttiva lasciava libertà di scelta ai singoli stati, indicando soltanto il criterio della sufficiente dissuasività delle norme adottate.

Le ragioni dell'introduzione della fattispecie oggetto di disamina si ritrovano proprio nella direttiva comunitaria. In particolare, proprio dai *Considerando* della norma CEE, si evince la necessità di prendere tale direzione affinché possa essere assicurato il "buon funzionamento del mercato"⁷⁹; ciò è indispensabile, posto che a fondamento di esso vi è la fiducia degli investitori, la quale "si basa, fra l'altro, sul fatto che agli investitori si garantisce la parità delle condizioni e la protezione dall'uso dell'informazione privilegiata"⁸⁰.

La formula utilizzata dal legislatore nazionale sanzionava, all'articolo 2 della suddetta legge, il compimento di acquisti, vendite o altre operazioni, anche per il tramite di interposta persona, su valori mobiliari e relativi diritti di opzione, nel caso in cui si sia in possesso di "informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio."⁸¹

⁷⁹ *Considerando* numero 3 Direttiva 89/592/CEE.

⁸⁰ *Considerando* numero 5 Direttiva 89/592/CEE.

⁸¹ Art. 2, comma primo, L. 157/1991.

Lo stesso articolo, al comma successivo, puniva anche le condotte tradizionalmente definite di *tipping* e *tuyautage*. La prima condotta consiste nella comunicazione a terzi, purché avvenga senza giustificato motivo, delle informazioni sopra indicate; la seconda è invece rappresentata dal consigliare a terzi il compimento di un'operazione, anche in questo caso ponendo alla base della raccomandazione un'informazione privilegiata.

Centrale nel modello punitivo scelto dal legislatore nazionale era la *disclosure or abstain rule*, espressione che indica, per il soggetto in possesso della notizia riservata, un obbligo assoluto di astensione dal compimento di qualsivoglia operazione.

Spiccava, in proposito, l'assenza di qualsiasi vincolo tra lo sfruttamento della notizia e il compimento dell'operazione, andando a ricadere la norma in esame nella *Disclose or abstain rule*⁸².

Larga parte della dottrina ha fortemente criticato tale impostazione: difatti, configurare un divieto assoluto nei termini anzidetti, senza neppure il bisogno di accertare l'effettiva utilizzazione della notizia, andava a configurare una presunzione di colpevolezza che mal si conciliava con i principi propri di un sistema penale moderno⁸³.

Ulteriore critica mossa alla lettera della norma del 1991 riguardava l'ambito soggettivo di applicazione della stessa. Difatti, la direttiva prevedeva per gli *insiders* primari il divieto di sfruttamento della notizia tanto quanto il divieto di comunicazione della stessa; lo stesso non si poteva invece dire per quanto concerne gli *insiders* secondari⁸⁴, che sarebbero dovuti sottostare solo al primo dei due precetti.

⁸² In proposito, CARRIERO G., *Insider trading. Profili economici*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, p. 689.

⁸³ Così, SEMINARA S., *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 632 s.; BARTULLI A. - ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (l. 17 maggio 1991 n. 167)*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 665, nonché FLICK G.M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 984 s.; per un quadro di sintesi sulla riforma, si consiglia AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 68.

⁸⁴ Sulla distinzione tra *insider* primari e secondari, si veda *infra*, capitolo 2, paragrafo 15.

Tuttavia, il legislatore nazionale, sfruttando proprio la libertà di movimento concessa dalla legge comunitaria, scelse una soluzione più restrittiva, includendo anche i cosiddetti *tippers* nell'area della punibilità derivante non solo dal compimento di operazioni, ma anche dalla comunicazione o dalla raccomandazione a operare sui mercati.

Tale equiparazione, aveva suscitato dubbi in dottrina, posto che realizzava una anticipazione della punibilità incompatibile con i requisiti di “meritevolezza ed esigenza della pena”⁸⁵.

7. La riforma del 1998, il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria

La disciplina degli abusi di mercato dettata dalla Legge 157/1991, come detto, fu ampiamente criticata, soprattutto per l'irragionevole equiparazione degli *insiders* primari e secondari. Anche la Consob, nella sua Relazione Annuale per l'anno 1996, non mancò di evidenziare le criticità insite nella normativa del tempo.

Più nello specifico, oggetto di censura da parte dell'Autorità erano soprattutto la assoluta mancanza di ogni rilevanza attribuita al nesso causale intercorrente tra il possesso della informazione privilegiata e il compimento dell'operazione, vista l'apposizione di un obbligo assoluto di astensione dall'operare sui mercati, che rendeva non necessario qualsivoglia accertamento né in merito al ruolo che il privilegio informativo ha avuto nel regolare l'agire del soggetto, né tanto meno sulle finalità dell'insider, in quanto il delitto è punito a titolo di dolo generico. La Consob auspicava inoltre inasprimenti sulle ormai inadeguate sanzioni, ritenute eccessivamente basse e non sufficientemente dissuasive.

⁸⁵ In tal senso, SEMINARA S., *L'insider Trading nella prospettiva penalistica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1992, p. 643.

Non passò molto prima che intervenisse il legislatore, il quale, nel 1998, abrogata la legge 157/1991, inserì la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

Nonostante le migliorie, la formulazione del 1998 presentava “un forte profilo di continuità con la precedente, trattandosi essenzialmente di un adattamento delle vecchie previsioni alla dimensione che il fenomeno dell'*insider trading* aveva assunto nella pratica degli affari”⁸⁶.

Da notare, in particolare, la mancata regolamentazione del procedimento amministrativo, cui seguiva un'impossibilità per l'Autorità del mercato di comminare sanzioni amministrative.

8. Il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: differenze con quanto stabilito dalla legge previgente

Andando più nello specifico, la riforma del 1998 rimodulò la fattispecie dell'*insider trading* sotto tre aspetti⁸⁷.

Iniziando dal più immediato, fu dato peso all'effettivo utilizzo dell'informazione privilegiata nel procedimento di formazione della volontà del *trader*. Infatti, dal generico obbligo di astenersi dal compiere qualsiasi operazione, si passò al punire chi, essendo in una posizione di privilegio informativo, sfrutta lo stesso operando nei mercati finanziari.

La formula utilizzata dal legislatore ruotava attorno al verbo “avvalendosi”, il quale delineava in maniera più efficace l'area di applicazione della norma ed eliminava la presunzione dell'offesa presente nella legge precedente, in favore di una migliore rispondenza ai principi del diritto penale, primo fra tutti il principio di

⁸⁶ AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012 p. 69.

⁸⁷ In merito, si rimanda a SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C., ALESSANDRI A., FOFFANI L., SEMINARA S., SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 624.

colpevolezza, dando così la possibilità ai presunti rei di discoltarsi fornendo prova di aver agito indipendentemente dal possesso delle informazioni privilegiate.

Un ulteriore divieto era previsto alla lettera b) dello stesso comma, riguardante la comunicazione a terzi delle informazioni, senza un giustificato motivo, ovvero il consigliare di compiere operazioni finanziarie sulla base di esse.

L'articolo 180 del Testo unico differiva dalla normativa precedente anche per quanto riguarda il trattamento degli *insiders* secondari. A tal proposito, pur permanendo un divieto di operare sul mercato per i *tippees*, questi ultimi non potevano essere sanzionati a loro volta per *tipping* e *tuyautage*, potendo dunque sia comunicare l'informazione ad altri soggetti, sia raccomandare il compimento di operazioni di trading sulla base delle stesse.

Lo stesso articolo, al comma terzo, definiva l'informazione privilegiata come "un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo"⁸⁸. Da segnalare la modifica dell'aggettivo attribuito all'informazione, che passa dall'essere "riservata", ad essere "privilegiata". La definizione, nel complesso, non differisce significativamente da quella attuale, dunque, per esigenze di completezza, si rimanda ai paragrafi iniziali del presente capitolo.

Infine, è opportuno ricordare l'articolo 114 del Testo unico, denominato *Comunicazioni al pubblico*. Andando a prescrivere degli obblighi di informazione delle notizie dotate di *price sensitivity*, esso guarda più al lato della prevenzione che a quello della repressione. Nella sua prima stesura, la disposizione prevedeva: "gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. La CONSOB stabilisce inoltre con regolamento le modalità dell'informazione del pubblico su tali fatti, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione con le proprie e può individuare compiti da affidarle, per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'art. 64 comma 1, lettera b)".

⁸⁸ Art. 180, comma 3, TUF, 1998.

In sintesi, informazione societaria e *insider trading* sono legati indissolubilmente dal concetto di privilegio: gli obblighi informativi posti a carico degli enti quotati permettono ai *trader* di disporre delle notizie *price sensitive*, rendendo possibile il più corretto andamento del mercato. Da notare come l'oggetto delle comunicazioni al pubblico definite nell'articolo 114 TUF e quello delle informazioni privilegiate dell'articolo 181 TUF siano sostanzialmente coincidenti, e in seguito verranno equiparate dalla direttiva europea MAR del 2016.

9. La direttiva “*Market abuse*” del 2003, un secondo intervento europeo

La normativa sull'*insider trading* subì un'ulteriore modifica con l'emanazione della Direttiva 2003/6/CE, denominata *Market Abuse*, la quale venne recepita nell'ordinamento italiano con la legge 62/2005. Per analizzare le ragioni della riforma, è opportuno iniziare dai *considerando*, dai quali si evince la volontà del legislatore sovranazionale di tutelare il corretto funzionamento del mercato e accrescere la fiducia degli investitori, caratteristiche ritenute essenziali in un'economia di libero scambio quale quella europea⁸⁹.

Inoltre, la direttiva si proponeva di spingere i paesi membri rimasti senza legislazione in materia di diritto penale dell'economia ad adottare provvedimenti adeguati, posto che un regolare svolgimento delle operazioni di mercato e una tutela

⁸⁹ Si cita qui il secondo considerando: “Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. 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”. Il dodicesimo considerando prosegue “La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato. Una direttiva unica garantisce in tutta la Comunità uno stesso quadro in materia di ripartizione delle competenze, di applicazione e di cooperazione”.

dello stesso e di chi vi opera da qualsivoglia distorsione sono alla base di un sano sviluppo economico e finanziario⁹⁰.

Ulteriore punto che la direttiva si pone come obiettivo è la salvaguardia della trasparenza del mercato, la quale è “requisito fondamentale perché tutti gli operatori siano in grado di operare su mercati finanziari integrati”, minacciata proprio dalle condotte sanzionate dal diritto penale dell’economia. Così facendo, la trasparenza diviene non solo un’interfaccia fondamentale della fiducia degli investitori, ma anche presupposto del corretto funzionamento del mercato⁹¹.

Le novità contenute nel testo della Direttiva possono riassumersi sotto tre profili.

Il primo concerne l’*insider trading*, cui sono dedicati gli articoli 2 e 3 della normativa, ribadendo per gli *insider* primari il divieto di compiere operazioni speculative utilizzando le informazioni privilegiate in loro possesso, nonché gli ulteriori divieti di comunicazione a terzi delle stesse al di fuori “del normale esercizio del loro lavoro, loro professione o delle loro funzioni”, e di raccomandazione di compiere operazioni sulla base delle informazioni di cui sopra.

Riguardo gli *insiders* secondari, l’articolo 4 della legge estende tali interdizioni anche “a qualsiasi persona, diversa da quelle specificate nei precedenti articoli (ovvero gli *insiders* primari), in possesso di informazioni privilegiate, che sappia o che avrebbe dovuto sapere trattarsi di informazioni privilegiate”. Risulta dunque evidente il maggior rigore riservato ai *tippees* dal legislatore comunitario.

In secondo luogo, la riforma europea introduce un nuovo reato, costituito dalla manipolazione di mercato.

La ratio alla base di tale codificazione è racchiusa nel ventesimo considerando, che statuisce che “chiunque compia operazioni o conferisca ordini di compravendita che si configurino come una manipolazione del mercato potrebbe stabilire che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o conferire tali ordini erano legittime, e che dette operazioni ed ordini sono conformi alle prassi ammesse sul mercato regolamentato in questione. Potrebbe tuttavia essere comminata una

⁹⁰ Sul punto, AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, pp. 41 ss.

⁹¹ MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005, p. 172.

sanzione qualora l'autorità competente stabilisca l'esistenza di un'altra motivazione, illegittima, alla base delle operazioni o degli ordini di compravendita".

In conseguenza di ciò, l'articolo 5 sancisce un divieto per qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni di mercato, siano esse manipolazioni informative od operative, con condotte che possano provocare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari⁹².

L'ultimo punto innovativo della Direttiva comunitaria del 2003 ha ad oggetto l'informazione societaria, per la quale è prevista una serie precisa e puntuale di obblighi di *disclosure* da parte degli enti i cui strumenti sono negoziati nei mercati, concernenti proprio le informazioni privilegiate che li riguardano; ad occuparsene sono gli articoli 6 e successivi del testo, e tali disposizioni andranno in seguito a sostituire quelle contenute nell'articolo 114 del TUF.

10. Il recepimento nazionale della Direttiva: la Legge 62/2005

A dare attuazione alla direttiva analizzata nel paragrafo precedente, il legislatore ha provveduto con la Legge del 18 aprile 2005 n. 62. Da notare che, nonostante la regolazione sovranazionale mostrasse preferenza verso la via dell'illecito amministrativo, è stata mantenuta ferma la sanzione penale qualora la condotta dell'agente configuri il fatto reato.

In proposito, l'articolo 14 della Direttiva di cui sopra obbligava gli stati membri ad adottare "le opportune misure amministrative o irrogare le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle

⁹² Per una più esauriente descrizione dell'illecito di manipolazione di mercato, si suggerisce AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, pp. 171 ss.; F. SGUBBI, D. FONDAROLI e A.F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, pp. 71 ss.; SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, pp. 88 ss.

disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva”, lasciando tuttavia intatta la possibilità di imporre sanzioni penali ove ritenute necessarie.

L’influenza della norma comunitaria è ravvisabile in più aspetti della disciplina italiana.

In primo luogo, a cambiare è stato l’ambito soggettivo di applicazione della normativa. L’articolo 184 del TUF puniva con sanzione penale le condotte classiche di svolgimento di operazioni, comunicazione a terzi e raccomandazione compiute dagli *insiders* primari, nulla invece in merito agli *insiders* secondari, lasciati al di fuori del campo di applicazione della norma. Novità assoluta era invece l’introduzione della figura del *criminal insider*, ovverosia il soggetto in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione di attività delittuosa, creata per colpire chi operava sui mercati lucrando sul clamore che determinate attività terroristiche hanno sugli stessi. Questa figura rappresenta una sorta di prototipo dell’*insider* di se stesso, e sarà oggetto di analisi più approfondita⁹³.

Anche sotto il profilo oggettivo si ravvisano innovazioni rispetto alla disciplina previgente. Il modificato articolo 181 TUF si occupa delle “Informazioni privilegiate”, colmando alcune carenze della normativa pregressa. Più nello specifico, sono meglio specificati i requisiti della “precisione” e della “*price sensitivity*”.

Il primo requisito si riferisce così al contenuto che deve avere la notizia, ovvero “un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà”, nonché “sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell’evento sui prezzi degli strumenti finanziari”⁹⁴. Il riferimento alle circostanze ed agli eventi permette l’esclusione dall’ambito applicativo di tutte le informazioni riferibili a valutazioni, di fatto salvaguardando la posizione degli analisti finanziari. Con riguardo al secondo requisito, con esso si introduce la figura del *reasonable man*, l’investitore ragionevole, utilizzato come elemento di discriminazione, posto che “Per

⁹³ Si rimanda, sul punto, al paragrafo 15 del presente capitolo.

⁹⁴; F. SGUBBI, D. FONDAROLI e A.F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, p. 8.

informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”⁹⁵.

Da ultimo, anche il legislatore nazionale ha apportato grandi innovazioni sul fronte dell'informazione societaria, sempre in un'ottica di prevenzione del rischio reato derivante dalle posizioni di privilegio informativo: esse, seppur fisiologiche, devono cessare di esistere, riducendo il divario informativo tra l'emittente e gli investitori, nel primo momento possibile. A trattare della disciplina è l'articolo 9 della legge 62/2005 che, riformando l'articolo 114 del TUF, incide sotto alcuni importanti aspetti.

Innanzitutto, mediante un rinvio all'articolo 181 TUF, l'oggetto delle comunicazioni societarie diventa coincidente con quello dell'abuso di informazioni privilegiate. In secondo luogo, viene prevista un'eccezione all'obbligo di *disclosure*, dato che emittenti e soggetti che li controllano possono “ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamenti, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza”⁹⁶, il tutto sotto la propria responsabilità. Infine, si riscontra un ampliamento dell'ambito soggettivo di applicazione della norma, posto che il comma 7 dell'articolo in questione sancisce un obbligo di comunicazione al pubblico ed all'Autorità di vigilanza “delle operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati, da loro effettuate, anche per interposta persona” ai seguenti soggetti:

- A) I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo di un emittente quotato

⁹⁵ Per una approfondita analisi sulla figura del *reasonable investor*, TRIPODI F.A., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, pp. 242 ss.

⁹⁶ Articolo 114, comma 3, TUF, anno 2005.

- B) I dirigenti che abbiano regolare accesso alle informazioni privilegiate, che abbiano il potere di adottare decisioni di gestione e che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente
- C) Gli azionisti che detengano una quota del capitale sociale pari o superiore al 10% dello stesso
- D) Ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato
- E) I figli, i genitori, il coniuge non separato legalmente, i parenti e gli affini dei soggetti precedentemente indicati.

Con riferimento alla ricezione da parte della dottrina della Legge 62/2005, non sono mancati malumori e critiche, sia con riguardo al doppio binario sanzionatorio, visti i caratteri di *extrema ratio* e sussidiarietà che dovrebbero caratterizzare il diritto penale⁹⁷, sia a proposito dell'inasprimento delle sanzioni comminate, soprattutto se raffrontate con l'ordinamento nella sua interezza e con reati di simile matrice⁹⁸.

Una problematica sorse in particolare sulla questione del raddoppio dell'entità delle sanzioni pecuniarie, posto che queste dovessero comunque restare "entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, del codice penale"⁹⁹: di fatti, tali limiti erano già non rispettati dalle discipline previgenti, sicché la dottrina si divise tra chi riteneva che il raddoppio andasse applicato¹⁰⁰, e chi invece riteneva illegittima tale previsione in quanto non rispettosa dei limiti posti dal codice¹⁰¹.

⁹⁷ In merito, AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 71.

⁹⁸ Basti pensare alla manipolazione del mercato, condotta certamente più lesiva del bene giuridico tutelato rispetto all'*insider trading*. O ancor di più alle false comunicazioni sociali, rubricate come semplice contravvenzione o, al più, come delitto punibile con massimo edittale inferiore al terzo dell'abuso di informazioni privilegiate.

⁹⁹ Articolo 39, comma 1, legge 262/2005.

¹⁰⁰ In questo senso ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 425.

¹⁰¹ Secondo l'opinione di PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, p. 616.

11. Le riforme europee del 2014: la Market Abuse Directive (MAD2) e il Market Abuse Regulation (MAR)

A livello comunitario il 2014 fu un anno proficuo dal punto di vista della produzione legislativa: vennero infatti emanati la direttiva 2014/57/Ue, denominata Market Abuse Directive, con funzione di regolare le fattispecie penali, ed il Regolamento Ue n° 596/2014, intitolato Market Abuse Regulation, indirizzato invece alle sanzioni amministrative, comunemente abbreviati rispettivamente in MAD2 e MAR. La prima era destinata ad essere recepita dai singoli stati entro il 3 luglio 2016, mentre il secondo, essendo un regolamento, era di diretta applicazione, sempre a partire dalla medesima data. Scaduti inutilmente i termini di adeguamento, l'assetto normativo italiano risultava contrastante con quello europeo sotto più profili.

Innanzitutto, era evidente l'incompatibilità con la direttiva ed il regolamento sopra citati, sia per quanto riguardava la definizione di strumenti finanziari, le esenzioni e gli ambiti di non punibilità, sia in merito alle regole sui sondaggi e sulle raccomandazioni di investimento, nonché a proposito delle condotte legittime e delle prassi ammesse.¹⁰²

Per ciò che riguarda l'abuso di informazioni privilegiate, il legislatore europeo aveva equiparato la punibilità degli insider primari e secondari, sopprimendo ogni differenza nel trattamento dei soggetti che, essendo in possesso di informazioni privilegiate, le ponessero alla base delle loro scelte di mercato. Di fatto, il reato di *insider trading* venne trasformato da reato proprio a reato comune, con lo scopo di meglio tutelare il mercato, ma tale disparità di trattamento non fu però recepita all'interno del t.u.f.

Ulteriore problematica sorta conseguentemente al mancato recepimento delle norme comunitarie fu quella della violazione, da parte dell'ordinamento italiano in materia di abusi di mercato, del principio del *ne bis in idem*: l'abuso di informazioni privilegiate è punito dal t.u.f. sia dall'art 184, che prevede una fattispecie delittuosa, sia dall'art 187 bis, che sanziona invece un illecito amministrativo. Questo doppio

¹⁰² SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 64.

binario, già criticato da gran parte della dottrina¹⁰³, è stato censurato dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo con la sentenza Grande Stevens e altri contro Italia, depositata il 4 marzo 2014. In essa, la Corte statuisce la natura essenzialmente penale di quelle che il legislatore italiano aveva qualificato come amministrative, utilizzando i criteri dalla stessa individuati nella sentenza resa nel caso Engel e altri contro Paesi Bassi del 1976¹⁰⁴. Vista la precedente considerazione, il procedimento innanzi alla Consob è stato ritenuto irrispettoso dell'art. 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, in quanto non conforme al canone dell'equo processo. Inoltre, per il divieto di *bis in idem*, nessuno può essere giudicato due volte per il medesimo fatto, come sancito dall'art. 649 del codice di procedura penale e dall'art. 4 Protocollo n° 7 CEDU¹⁰⁵. A tale decisione, ne segue però una diametralmente opposta, che supera il suddetto divieto nel caso in cui tra i due procedimenti sussiste una connessione “*in time and substance*”¹⁰⁶, che consente di considerarli parti di un unico sistema, attraverso cui è possibile affrontare l'illecito sotto i diversi aspetti. La questione del *ne bis in idem*, per la sua complessità, verrà trattata nel dettaglio più avanti.

Infine, un ulteriore punto di attrito tra la normativa nazionale e quella comunitaria si ritrova sotto l'aspetto delle sanzioni e della loro severità. È noto, infatti, che dall'originaria introduzione nel 1991 ad oggi, l'abuso di informazioni privilegiate ha visto crescere a dismisura l'ammontare di pena previsto, fino a raggiungere livelli sproporzionati e irrazionali.

¹⁰³ Si rimanda ai paragrafi 24 e 25 di questo capitolo, dove verrà trattata estensivamente la questione del *ne bis in idem*.

¹⁰⁴ I criteri attraverso cui la Corte EDU ricostruisce la natura penale di una sanzione sono tre: la qualificazione giuridica dell'illecito come identificato dal diritto interno, la natura dell'illecito e la natura e il grado di severità della sanzione.

¹⁰⁵ Il testo dell'articolo 4 del Protocollo 7 della CEDU stabilisce: “Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge ed alla procedura penale di tale Stato”.

¹⁰⁶ Corte EDU, Grande Camera, 15 novembre 2016, A. e B. contro Norvegia.

12. L'ultimo intervento operato dal legislatore italiano: il Decreto Legislativo 107/2018

Ultima novella legislativa in materia è il D.lgs. 107/2018, riforma considerata dalla stragrande maggioranza degli interpreti insufficiente, che lascia irrisolte ancora troppe questioni. Essa interviene sulla disciplina degli abusi di mercato sotto tre aspetti: modificando alcune definizioni, rivedendo le esenzioni in materia, modificando le fattispecie dei reati di *market abuse*.

Accennando brevemente alle definizioni modificate dal nuovo decreto, si riscontrano aggiornamenti riguardo ai concetti di “strumenti finanziari” e di “informazioni privilegiate”. Quanto ai primi, vengono ricompresi attualmente anche i titoli ammessi o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione ad un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), quelli negoziati in un sistema organizzato di negoziazione (OTF), nonché quelli negoziati al di fuori delle sedi di negoziazione (OTC). Per quanto concerne la nozione di informazione privilegiata, viene invece attuata la tecnica del rinvio alla locuzione già utilizzata dal legislatore comunitario nell'articolo 7 del MAR, che viene così recepito nell'ordinamento italiano. Da non sottovalutare altresì l'estensione dell'ambito di tutela alle condotte connesse ai cosiddetti *benchmark*, indici di riferimento di vitale importanza nel trading, ritenuta necessaria proprio per la *price sensitivity* di detti indici¹⁰⁷. Infine, si segnala un ampliamento dell'area di punibilità ai fatti, anche se commessi all'estero, “relativi a strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano”, nonché “alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010”¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Sul punto, MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 12.

¹⁰⁸ Articolo 182 TUF, comma 2 bis.

Anche l'articolo 183 TUF è stato modificato dal decreto. Esso contempla una serie di esenzioni, ovvero situazioni alle quali non si applica la disciplina del Testo unico sugli abusi di mercato. Nello specifico, l'area di non punibilità si estende:

- A) “alle operazioni, agli ordini o alle condotte previsti dall'articolo 6 del regolamento (UE) n. 596/2014, dai soggetti ivi indicati, nell'ambito della politica monetaria, della politica dei cambi o nella gestione del debito pubblico, nonché nell'ambito delle attività della politica climatica dell'Unione o nell'ambito della politica agricola comune o della politica comune della pesca dell'Unione
- B) alle negoziazioni di azioni proprie effettuate ai sensi dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014.”

Orbene, se la lettera a) della norma non desta particolari perplessità, lo stesso non si può dire della lettera b). Infatti, non soltanto la normativa previgente, ma anche lo stesso articolo 5 richiamato del MAR, parlavano, oltre che di negoziazione di azioni proprie, anche della cosiddetta stabilizzazione. È dunque controverso se la mancata menzione delle operazioni di stabilizzazione costituisca una scelta precisa del legislatore di escluderla dall'area delle esenzioni, o se invece sia una mera svista, da colmare con l'aiuto dell'interprete.¹⁰⁹

Il decreto apporta innovazioni anche alle fattispecie penali degli abusi di mercato previsti dal TUF. Il riformato articolo 184 estende la fattispecie di *tipping*, prevista alla lettera b) del primo comma, anche alle comunicazioni inerenti “un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014”, considerate così al pari del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio. Viene altresì modificato il comma 3 bis dello stesso articolo, con l'integrazione dei diversi tipi di strumenti finanziari indicati nell'articolo 180 TUF. Tuttavia, lascia perplessi la circostanza che le condotte del suddetto comma integrino esclusivamente figure contravvenzionali, con una irragionevole disparità di

¹⁰⁹ In proposito, MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 11, il quale suggerisce una lettura che vada oltre la letteralità della norma, andando a valorizzare il richiamo all'articolo 5 MAR nella sua interezza, posto che si risolverebbe in una preferibile interpretazione *favor rei*.

trattamento riguardo alle non dissimili ipotesi previste dal comma 1; così come mancante è il richiamo alle condotte di *tipping* e *tuyautage*, posto che la lettera della norma parla di “operazioni”¹¹⁰.

Una delle più gravi carenze del decreto, tuttavia, non può non essere l’assoluta assenza di criminalizzazione delle condotte poste in essere dagli *insiders* secondari, elemento in assoluto contrasto con quanto previsto nella MAD2. Così come nulla risolve il medesimo in punto di doppio binario di giudizio, nonostante la questione *ne bis in idem* sia da molto tempo aperta e una riforma fosse ampiamente attesa.

¹¹⁰ In materia, a BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in Riv. Trim. Dir. Pen. Econ. 2011, p. 753.; nonché MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 14.

13. L'articolo 184 t.u.f. nella presente formulazione

L'attuale formulazione dell'art.184 t.u.f. prevede che “È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, 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” compie una delle seguenti condotte:

- Acquisto, vendita o altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, di strumenti finanziari utilizzando le suddette informazioni;
- Comunicazione ad altri delle medesime informazioni, purché tale comunicazione avvenga al di fuori del normale esercizio del lavoro, della funzione o dell'ufficio, o di un sondaggio di mercato come regolato dall'art. 11 del regolamento (UE) 596/2014;
- Raccomandazione o induzione al compimento di operazioni su strumenti finanziari soggetti terzi, sulla base delle informazioni di cui sopra.

Alla stessa pena soggiace chiunque compia le medesime condotte essendo in possesso delle notizie *price-sensitive* a motivo della preparazione o del compimento di attività delittuose.

È prevista per il giudice la possibilità di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto del reato nel caso in cui la pena applicabile appaia inadeguata, avendo preso in considerazione la rilevante offensività del fatto, le qualità personale dell'agente e l'entità del prodotto o profitto conseguito.

Infine, un'autonoma cornice sanzionatoria è prescritta dall'art. 3-bis per gli strumenti ammessi esclusivamente alle negoziazioni in un sistema multilaterale, o *Multilateral Trading Facilities* (MTF), su richiesta dell'emittente.

14. Il bene giuridico tutelato

Individuare l'interesse che la norma sancita dall'articolo 184 si pone di tutelare non è semplice, ed è stato a lungo oggetto di diatribe in dottrina, a dire il vero mai del tutto risolte. Occorre infatti districarsi in una materia caratterizzata inevitabilmente da una multidisciplinarietà intrinseca, che abbraccia non solo ambiti giuridici, ma anche economici, e si rischia di incorrere nel pericolo di confondere il bene giuridico oggetto della tutela della norma, con lo scopo che la norma stessa si pone di raggiungere¹¹¹.

Secondo le teorie del *market egalitarianism*, oggetto di protezione da parte della disciplina degli abusi di mercato non può non essere l'uguaglianza degli investitori, la quale si concretizza nell'*equal access*, ovvero il diritto alla parità di accesso alle informazioni su cui i soggetti basano le operazioni di *trading*¹¹². Ma è ormai pacificamente accettato che le posizioni di asimmetria informativa sono fisiologiche all'interno del mercato borsistico, nonché essenzialmente impossibili da eliminare¹¹³.

Sulla stessa scia si pone chi mette al centro della questione la problematica della trasparenza nelle comunicazioni societarie, data l'opinione per cui elemento essenziale per il funzionamento di un'economia di libero mercato è la *full disclosure* delle informazioni¹¹⁴.

In questo caso, la critica mossa alla tesi si incentra sul fatto che la trasparenza è già tutelata, ma non dalle norme sugli abusi di mercato, quanto più da quelle inerenti

¹¹¹ Si veda, in proposito, BRICOLA F., *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in Banca, borsa, tit. cred., 1990, in *Scritti di diritto penale*, II, Milano, 1997, p. 51 s.

¹¹² Si suggerisce CARRIERO G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, p. 5 s.

¹¹³ SEMINARA S., *Gli interessi tutelati in rapporto ai soggetti attivi della fattispecie*, in RABITTI BEDOGNI C. (cur.), *Il dovere di riservatezza del mercato finanziario*, cit., p. 349.

¹¹⁴ In merito, BARTULLI A. e ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1992, p. 667.

proprio all'informazione societaria¹¹⁵. Inoltre, i comportamenti cui si riferisce il titolo I bis del TUF si occupano di condotte riguardanti informazioni che hanno sì il carattere del privilegio, ma che sono destinate a perderlo in un momento immediatamente successivo a quello in cui si è verificato l'abuso.

Un ulteriore approccio alla problematica dell'individuazione del bene giuridico oggetto della disciplina è posto da chi ritiene meritevole di tutela la *privacy* societaria¹¹⁶: così, la condotta non rilevarebbe in quanto potenzialmente lesiva di un interesse patrimoniale contrapposto, né in quanto capace di minare l'efficienza del mercato, ma proprio in virtù di un mancato rispetto del vincolo di fedeltà e riservatezza che graverebbe in capo al soggetto *insider* nei confronti della società.

Tale impostazione è tuttavia criticata in quanto basata su di una visione soltanto parziale della disciplina: se infatti il divieto di *disclosure* può dirsi violato nel caso in cui avvenga la trasmissione della notizia caratterizzata dal privilegio, ovverosia in presenza della condotta tipica del *tipping*, lo stesso non può dirsi nel corso delle operazioni di *trading*, in quanto, nella realizzazione della stessa, la *corporate privacy* non viene minimamente intaccata dall'agire dell'*insider*, il quale si limita a sfruttare a proprio vantaggio conoscenze di cui è in possesso in ragione della posizione rivestita all'interno dell'ente¹¹⁷.

Va respinta altresì la tesi che la disciplina del *market abuse* si ponga a tutela immediata del patrimonio degli investitori. Infatti, se da un lato la controparte dell'operazione posta in essere dall'*insider* può dirsi indotta in errore a causa della sua mancata conoscenza dell'informazione privilegiata, dall'altro lo svolgimento delle operazioni di *trading* incrocia in maniera casuale diversi ordini di acquisto e vendita di azioni, così che la condotta posta in essere dall'agente si perde in mezzo ad altre

¹¹⁵ NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 650.

¹¹⁶ Sul punto, ABBADESSA P., *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992, p. 749.

¹¹⁷ Così, FLICK G.M., *Insider trading: problemi sostanziali*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, cit., p. 92.

perfettamente lecite, e l'unico discrimine è l'esser stata effettuata utilizzando la posizione di privilegio informativo¹¹⁸.

Insomma, come suggerisce autorevole dottrina, “non si vuole realizzare una tutela intrinseca della notizia, si vuole evitare l'uso anticipato della medesima che nuoce al corretto funzionamento del mercato. Peraltro, nel dettato normativo non è presente alcun profilo di abusivismo relativo al momento di acquisizione della notizia, il che dovrebbe sancire per l'appunto l'irrelevanza di possibili violazioni di obblighi di riservatezza o di un rapporto fiduciario da parte del possessore dell'informazione”¹¹⁹.

Arrivando dunque all'opinione più accreditata dalla maggior parte della dottrina, l'oggetto della tutela della norma di abuso di informazioni privilegiate sarebbe da rinvenirsi nel corretto funzionamento del mercato, inteso come assicurazione della sua efficienza e della sua liquidità¹²⁰.

Ritornando allora a quanto già detto, posto che la salvaguardia dell'efficienza e della liquidità di un mercato sempre più importante per lo sviluppo economico, sia pubblico sia privato, è ormai *conditio sine qua non* per uno stato liberale moderno, ecco allora che l'obiettivo che si pone la disciplina in tema di *market abuse* si rivela essere l'appetibilità del mercato stesso: la fiducia degli investitori è necessaria proprio per attrarre i vitali flussi di capitale che alimentano la liquidità presente in borsa, fattore essenziale per la crescita ed il benessere economico nazionale e comunitario.

¹¹⁸ SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 73.

¹¹⁹ SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in Enc. giur., Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 4.

¹²⁰ FLICK G. M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in Riv. soc., 1991, p. 974; ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2008, p.386; MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005, p. 1466.

15. I soggetti attivi

L'art. 184 tipizza un reato proprio. Soggetto attivo è infatti chi detenga informazioni privilegiate “in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, 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”.

I soggetti contenuti in quest'elenco sono i c.d. insider primari, ovvero coloro che possono entrare in contatto diretto con la notizia price-sensitive, in ragione di una qualità rivestita o attività esercitata, sia essa interna all'ente (nel qual caso parleremo di *corporate insiders*), sia essa esterna allo stesso (*temporary insiders*).

Con riferimento ai *corporate insiders*, la formulazione contenente il riferimento all'emittente sembrerebbe, a prima vista, voler escludere la rilevanza di condotte, compiute dai suddetti, a condizione che non riguardino notizie interne all'ente di appartenenza. Tuttavia, con riguardo ai “membri di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente”, nulla parrebbe impedire che costoro integrino la fattispecie delittuosa anche qualora siano in possesso di informazioni inerenti un emittente diverso: in proposito, una lettura estensiva può essere fornita dal riferimento a coloro che esercitano “una funzione” od “un ufficio”, senza ulteriori specificazioni. Non è dubbio, infatti, che le cariche societarie costituiscano proprio funzioni ed uffici privati, tant'è che anche nelle precedenti normative, pur in assenza di specifica menzione, era possibile far ricadere all'interno dei soggetti attivi anche i membri degli organi di una società¹²¹.

Tale conclusione è suffragata dalla Giurisprudenza di Cassazione, che nel 2006 ha riconosciuto la punibilità dell'amministratore delegato di una società, il quale era venuto in possesso di informazioni privilegiate riferibili ad una società terza,

¹²¹ SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 5 s.; SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C., ALESSANDRI A., FOFFANIL., SEMINARA S., SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 623.

sempre in ragione della propria attività lavorativa, sfruttandole per vantaggiose operazioni di trading¹²².

Alle stesse conclusioni conduce la sentenza della Suprema Corte nel caso Banca Profilo, quando si specifica che, posto che nel novero degli *insider* primari va fatto ricadere non soltanto il portatore della conoscenza a motivo di partecipazione ad un organismo dell'emittente od al capitale dello stesso, ma anche colui che ne entra in possesso per ragioni dell'attività, ufficio o professione svolta, è stato ritenuto colpevole il soggetto "esponente del consiglio di amministrazione di società commerciale (azienda bancaria) che, così, venne in possesso dell'informazione in ragione della sua qualità amministrativa. Ed anche l'altro imputato, apprese la notizia incriminata nello svolgimento delle sue funzioni di amministratore di Banca Profilo, essendo membro del comitato esecutivo del medesimo istituto. Sono, dunque, riscontrati i tratti connotativi sia dell'art. 180, comma 1, nella formulazione originaria sia del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, vigente art. 184, comma 1"¹²³.

Diversa è la posizione del socio, essendo ormai pacifico che l'ipotesi di chi detiene un'informazione privilegiata, in ragione della sua partecipazione al capitale dell'emittente, può esser punito solo qualora la condotta si basi su di una informazione riferibile all'ente di cui il soggetto è socio, non essendo bastevole la partecipazione al capitale di un emittente qualsiasi. La clausola generale relativa allo svolgimento di attività lavorativa o professionale non è dunque estensibile anche a chi possiede la qualità di socio.

In tal senso si è espressa la Cassazione nel 2006, precisando che "il socio partecipa del capitale di altre società, diverse da quella emittente i titoli in oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo"¹²⁴.

La norma utilizza l'espressione "partecipazione", senza nulla indicare in merito ai profili quantitativi della stessa. In proposito, a nulla rileverebbe essere azionisti di maggioranza, avere partecipazioni rilevanti od essere in possesso anche di una singola azione. Ciò ha ovviamente suscitato numerose critiche dalla dottrina, essendo estremamente diversa la posizione di chi detenga, all'interno dell'emittente,

¹²² Cass., 10 luglio 2006, n. 26943, in *Cass. Pen.*, 2007, p. 1535.

¹²³ Cass., 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Cass. pen.*, 2010, p. 3240 – Banca Profilo.

¹²⁴ Cass., 9 febbraio 2006, n. 9391, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, 9, p.79, con nota di G. GLIATTA.

un pacchetto azionario di maggioranza, e quella di chi invece sia in possesso di una porzione infinitesimale del capitale. Se i primi, infatti, hanno le potenzialità per entrare in possesso di informazioni privilegiate, visti anche i poteri di controllo che vengono riconosciuti loro dal Codice civile, i secondi sarebbero in una posizione sostanzialmente equiparabile a quella degli investitori esterni, non disponendo di numerose possibilità di accesso a notizie di privilegio¹²⁵.

Permane, in ogni caso, la necessità che tra il possesso dell'informazione privilegiata e la qualità di socio sussista un collegamento funzionale: da qui il suggerimento di parte della dottrina di considerare tra gli *insider* primari solamente quegli azionisti che detengano partecipazioni di rilevante entità all'interno dell'emittente¹²⁶.

Accettando un tale assunto, sarebbero punibili per il delitto di cui all'articolo 184 del TUF solo gli azionisti che, per la loro partecipazione significativa, abbiano maggiori possibilità di accesso alle notizie privilegiate, mentre i restanti azionisti, le cui partecipazioni non posseggano tale caratteristica, sarebbero sanzionabili esclusivamente come *insider* secondari, e quindi a titolo di illecito amministrativo ai sensi dell'articolo 187 bis del TUF.

L'espressione "attività lavorativa" viene invece utilizzata per ricomprendere nell'area di applicabilità della fattispecie anche tutte quelle situazioni non inquadrabili come esercizio di una professione, di una funzione o di un ufficio. Si pensi ai soggetti dipendenti di persone giuridiche diverse dall'emittente, che proprio in ragione della propria attività possano venire in contatto con notizie *price sensitive*. Un esempio può essere rappresentato dagli *advisors*, o dai dipendenti di società di revisione o di consulenza.

Dagli *insider* primari sono tradizionalmente distinti gli *insider* secondari, che entrano in contatto con l'informazione privilegiata solo a seguito di comunicazione diretta da parte di un insider primario, o a seguito di acquisizione passiva o casuale. Da notare che, nonostante la normativa europea abbia preso una direzione contraria,

¹²⁵ BARTALENA A., *Insider trading*, in COLOMBO G. E., PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, I, Torino, 1993, p. 219.

¹²⁶ BARTULLI A., ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (l. 17 maggio 1991 n. 167)*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 644.

equiparando la posizione delle due categorie di insiders, il t.u.f. mantiene la tradizionale disparità di trattamento, per cui per i primi è previsto il delitto punito dall'art. 184, per i secondi un illecito amministrativo regolato dall'art. 187-bis¹²⁷.

Il secondo comma prevede invece la rilevanza delle condotte poste in essere dal cosiddetto *criminal insider*, ovvero colui che si ritrova in possesso di una informazione privilegiata “a motivo” della preparazione di attività delittuosa. A rilevare in questo caso non è dunque una particolare posizione o una particolare qualifica del soggetto agente, ma il nesso che lo lega al possesso della informazione privilegiata, costituito dalla “preparazione od esecuzione” di attività illecita.

Ultimo problema sul versante dei soggetti attivi risiede proprio nella rilevanza del cosiddetto *self-insider*, ovvero nella punibilità di chi sfrutta informazioni privilegiate di cui è anche il creatore. Tale quesito sarà oggetto di ampia disamina nel terzo e nel quarto capitolo del presente testo.

¹²⁷ In tal senso, BASILE E., *L'“insider trading” riformato... ma non troppo: criticità e prospettive all'indomani del D.Lgs. n. 107/2018*, in *Le società*, 2019, fasc. 5, p. 571.

16. L'elemento oggettivo del reato, la condotta di *trading*

Andando ad analizzare la lettera dell'articolo in questione, si nota che presupposto di tutte le condotte in esame è il possesso di informazioni privilegiate, individuate secondo le caratteristiche definite nel paragrafo precedente. Dal privilegio conoscitivo deve però scaturire una delle tre condotte indicate dal comma 1 dell'articolo 184 TUF.

La prima fattispecie individuata è l'esempio classico di insider trading, e consiste nell'acquistare, vendere o compiere altre operazioni su strumenti finanziari. Vista l'ampiezza della formula, all'interno della prima condotta viene fatta ricadere qualsiasi attività negoziale posta in essere dall'agente¹²⁸.

Non è rilevante che l'operazione venga svolta direttamente dal soggetto in possesso dell'informazione, poiché è sanzionato anche l'operare indirettamente o per interposta persona; altrettanto irrilevante è la circostanza che l'operazione di cui sopra venga attuata per conto proprio o di terzi.

I soggetti che abbiano in alcun modo assistito l'*insider* primario a commettere il reato saranno naturalmente punibili a titolo di concorrenti esterni¹²⁹.

Necessario per la configurabilità del reato in esame è lo sfruttamento delle conoscenze di cui si è in possesso, come si denota dall' assunto "utilizzando le informazioni medesime", che indica la rilevanza del nesso causale tra il possesso della notizia e l'operazione compiuta: ciò non si riscontra nel caso in cui la decisione di agire sul mercato sia stata deliberata prima dell'avvenuta conoscenza dell'informazione privilegiata¹³⁰.

La lettura della norma ci permette di ricostruire l'abuso di informazioni privilegiate come reato di pericolo e di mera condotta. Non è dunque necessaria la

¹²⁸ Esempi di "altre operazioni" possono essere rilevanza i conferimenti in società, la dazione in garanzia, il riporto, ecc., Si veda NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 713.

¹²⁹ SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 8.

¹³⁰ Sul punto, Articolo 9 reg. (UE) 596/2014.

verificazione di un danno al mercato, e non è neppure richiesto il conseguimento di un profitto da parte dell'agente.

Tuttavia, sarebbe da escludere l'applicazione della disciplina sanzionatoria nel caso di operazioni che non siano, nemmeno in astratto, economicamente remunerative per il *trader*, come le operazioni di senso contrario a quanto suggerirebbe uno sfruttamento vantaggioso della notizia o riferibili a strumenti diversi rispetto a quelli di cui tratta, poiché, in tali casi, il corretto funzionamento del mercato non risulterebbe intaccato¹³¹.

Ancora diverso è il caso dell'*insider non trading*, in cui il soggetto si serve dell'informazione privilegiata basando su di essa la scelta di non effettuare determinate operazioni: tralasciando la complessità probatoria di una simile fattispecie, un'eventuale punibilità della condotta omissiva presupporrebbe un obbligo in capo all'agente di effettuare operazioni, creando contrasti col principio di materialità del reato¹³².

L'onere probatorio gravante sull'accusa è tutt'altro che agevole, dovendosi dimostrare il nesso che lega il possesso dell'informazione privilegiata all'operazione svolta¹³³. Tuttavia, recente dottrina fa notare come, qualora non sia possibile raggiungere lo standard probatorio della colpevolezza richiesto dalla *matière pénale*, la medesima condotta sarebbe sanzionabile in via amministrativa grazie alla previsione dell'articolo 187 bis del TUF, stanti le più blande garanzie offerte da tale tipologia di procedimento¹³⁴.

È opportuno notare che, sebbene l'art. 184 parli di "acquistare o vendere", coordinando lo stesso articolo con l'art.8 del reg (UE) 576/2014, ricade nel divieto

¹³¹ Ciò perché il soggetto agente, pur essendo in possesso di una posizione di privilegio informativo, non se ne approfitta. Si veda TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: "utilizzo (implicito) della notizia" e presunzione d'offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 59, nota 17.

¹³² NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 718.

¹³³ In senso opposto NAPOLEONI V., *idem*, p. 718, che fa notare come il collegamento tra la notizia e l'operazione svolta possa desumersi dalle circostanze relative alla condotta dell'agente prima e dopo l'apprendimento della informazione *price sensitive*.

¹³⁴ AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 134 s.

anche l'annullamento o la modifica di operazioni già avviate, estendendo l'area della punibilità anche a chi sfrutta in tal senso l'apprensione di un'informazione privilegiata.

Il reato si consuma nel momento e nel luogo in cui la negoziazione è conclusa, coerentemente con la natura di reato di pericolo dell'abuso di informazioni privilegiate.

A tal proposito, occorre segnalare la pronuncia della Cassazione n° 7769 del 23/02/2009, la quale sancisce che il momento consumativo del reato "è da individuare, quando la condotta incriminata consista nell'acquisto di strumenti finanziari dematerializzati, in coincidenza con il trasferimento della proprietà dei titoli, che si perfeziona solo con il compimento della registrazione dell'accredito sull'apposito conto dell'acquirente"¹³⁵. Il tentativo è astrattamente configurabile: si pensi alla notizia che venga diffusa al pubblico prima del compimento delle operazioni.

¹³⁵ Cass., 23 febbraio 2009 – ud. 21 gennaio 2009 -, n° 7769, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 777 s., con nota di CIAN.

17. L'elemento oggettivo del reato: la condotta di *tipping*

Il secondo tipo di condotta descritto dal primo comma dell'art. 184 è costituito dalla comunicazione a terzi delle informazioni privilegiate, ad eccezione di quelle avvenute durante il “normale svolgimento del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014” (c.d. *tipping*).

Spicca così la funzionalità special-preventiva della disposizione. La ratio della norma sta infatti nel voler evitare l'aggiramento del divieto posto al primo comma facendo compiere a un terzo estraneo le operazioni vietate all'insider primario, nonché, altresì, quella di rimuovere la possibilità che vengano a crearsi posizioni di privilegio informativo, violando la riservatezza dell'informazione, almeno finché questa non sia divenuta di dominio pubblico; per cui, oggetto della disciplina in esame non è una condotta pericolosa in sé, ma la “pericolosità (potenziale) ricollegabile al fatto che, in ragione della condotta vietata, viene ad ampliarsi il novero dei soggetti in possesso della notizia riservata, di soggetti cioè che potrebbero [...] operare nel mercato a partire da una posizione di privilegio informativo”¹³⁶.

La configurabilità dell'illecito presuppone la consapevolezza¹³⁷ in capo all'agente di star trasmettendo un'informazione privilegiata al terzo, il cosiddetto *tippee*. Questi, stante la non punibilità in ambito penale degli *insiders* secondari, risponderà dell'illecito amministrativo previsto dall'articolo 187 bis TUF¹³⁸.

¹³⁶ MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, p. 102.

¹³⁷ Si ritiene dunque da escludere l'incriminazione per violazione del divieto di *tipping* qualora la trasmissione sia fortuita, o nel caso in cui il soggetto ignorasse il carattere privilegiato della notizia. In merito, SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 10.

¹³⁸ In proposito, la Giurisprudenza ha chiarito la differenza fra *insider* secondario e *extraneus* concorrente dell'*insider* primario: “il primo sfrutta o usa l'informazione privilegiata ricevuta per porre in essere comportamenti di trading, *tipping* o *tuyautage* a proprio esclusivo vantaggio o comunque del tutto autonomi rispetto ai comportamenti abusivi dell'*insider* primario; il secondo, invece, istiga, determina (concorso morale) o aiuta ponendo in essere una parte della condotta tipica o una condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica (concorso materiale) consapevolmente agevolando l'*insider* primario a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni

Destinatari della comunicazione possono essere una o più persone, non rilevando il numero dei soggetti; resta tuttavia fermo il caso in cui la diffusione avvenga al pubblico, poiché il carattere di privilegio verrebbe perso¹³⁹.

Come spartiacque tra ciò che è lecito e ciò che invece non lo è si pone la nozione di “normale svolgimento” dell’esercizio del lavoro. Il legislatore ha previsto, per non paralizzare l’operare di uffici o professioni in cui è fisiologica la comunicazione di informazioni privilegiate, un’area di non punibilità, caratterizzata proprio dal normale svolgimento dell’attività lavorativa.

La vaghezza della formula utilizzata suggerisce che l’accertamento di tale requisito vada valutato con riguardo alle circostanze in cui la notizia viene comunicata nell’ambito dello svolgimento del rapporto, cosicché potrà dirsi che rientra nel normale esercizio del lavoro, ecc., la comunicazione funzionale, strumentale all’esercizio del lavoro stesso, tenuto conto della tipologia dell’attività in concreto svolta¹⁴⁰.

Di conseguenza, sarebbero giustificati quei trasferimenti di informazioni che risultino strumentali allo svolgimento del lavoro, quali possono essere le comunicazioni intercorrenti tra un professionista e il proprio segretario o i propri collaboratori, tra le quali è fisiologico possano ravvisarsi notizie *price sensitive*. Restano tuttavia sanzionabili quelle comunicazioni che, pur avvenendo durante o in occasione dello svolgimento del lavoro, siano svincolate da esso, e non ne costituiscano parte usuale e predeterminabile.

La Corte di Giustizia UE ha fornito un’interpretazione particolarmente restrittiva della clausola di esenzione di responsabilità, esigendo che il trasferimento informativo posseda due requisiti: la comunicazione deve avvenire in funzione dell’attività, e, in più, deve risultare strettamente necessaria all’esercizio della stessa¹⁴¹.

privilegiate”. In Trib. Milano, 23 gennaio 2007, in Dir. e prat. soc., 2007, 14-15, p. 67, con nota di S. RICCI-M. MESSINA.

¹³⁹ SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in Enc. Giur., Annali II, Tomo II, Milano, 2009, p. 10.

¹⁴⁰ MUCCIARELLI F., *L’abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in Dir. pen. e proc., 2005, p. 1471.

¹⁴¹ Corte di giustizia, 22 novembre 2005, causa C-384/02, Grøngaard-Bang, in Dir. & Giust., 2005, con nota di C. CORATELLA.

Non v'è dubbio che, nell'individuazione in concreto della clausola di esclusione sopra riportata, il giudice goda di un ampio margine di discrezionalità.

Da notare che punendo la trasmissione della notizia, si verifica una significativa anticipazione di tutela, posto che non è necessario un successivo sfruttamento della stessa per la configurazione del reato. Il reato si considera consumato nel momento e nel luogo nel quale la comunicazione viene effettuata.

Il tentativo è configurabile: si pensi alla comunicazione avvenuta per via telefonica interrotta bruscamente dalla perdita di segnale del cellulare.

18. L'elemento oggettivo del reato: la condotta di *tuyautage*

La terza condotta sanzionata si identifica nel c.d. *tuyautage*, ovvero nella raccomandazione o induzione di terzi al compimento di operazioni borsistiche, senza che avvenga la rivelazione dell'informazione privilegiata¹⁴². La norma attuale utilizza i due verbi “raccomandare” e “indurre”, introducendo maggiore specificità rispetto alla formula utilizzata precedentemente, in cui si riscontrava il verbo “consigliare”¹⁴³: si richiede così una più pregnante ricerca probatoria, necessaria ad accertare l'effettiva influenza della condotta dell'agente sul *tuyautee*, ovvero sia il destinatario della raccomandazione o induzione¹⁴⁴.

Quanto al significato da attribuire ai termini anzidetti, poche difficoltà sorgono quanto al “raccomandare”, posto che, pur essendo dotato di maggiore

¹⁴² Per ovvie ragioni, qualora avvenisse la rivelazione dell'informazione privilegiata, si ricadrebbe nell'ipotesi di reato di cui al paragrafo precedente.

¹⁴³ È dunque richiesta una più pregnante capacità persuasiva in capo alla comunicazione operata dall'agente, che va oltre il semplice consiglio o suggerimento. SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in Enc. Giur., Annali II, Tomo II, Milano, 2009, p. 11.

¹⁴⁴ ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2008 p. 412.

incisività rispetto al verbo “consigliare”, è sconsigliabile cadere in sterili analisi atte a graduare i due concetti¹⁴⁵.

Diversamente, quanto debba intendersi per “indurre” potrebbe non essere di immediata soluzione, posto che tale termine lascerebbe presupporre una concretizzazione della condotta dell’indotto¹⁴⁶. Infatti, ai sensi del diritto penale, l’induzione implica una sorta di vincolo morale sulla condotta del soggetto, di diversa intensità, che si vede costretto a compiere atti spesso non voluti. Tale connotato è assente nell’*insider trading*, dove anzi il *tuyautee*, più che a forme di costrizione, sembrerebbe sottostare a forme di manipolazione. Ciò che suggerisce la dottrina, è che probabilmente ci si trova dinnanzi ad una forzatura linguistica, dovuta verosimilmente allo sforzo volto ad uniformarsi alla disciplina comunitaria¹⁴⁷.

La ragione della punibilità la si riscontra nel voler censurare condotte distorsive del mercato, che tuttavia non creino posizioni di privilegio in senso stretto. Il destinatario della raccomandazione potrà infatti lecitamente compiere l’operazione, rimanendo esente perfino dalle sanzioni amministrative di cui all’articolo 187 bis TUF. Così come non è ipotizzabile una responsabilità del soggetto che ha compiuto la raccomandazione o induzione, poiché altrimenti assisteremmo ad un irragionevole raddoppio della pena.

Diversamente dall’ipotesi di *tipping*, il legislatore non ha previsto alcuna clausola di esonero da responsabilità, essendo la raccomandazione in sé fenomeno censurabile, indipendentemente dalle circostanze in cui venga compiuta¹⁴⁸.

È da segnalare come la casistica di questa tipologia di condotta sia piuttosto scarsa, essendo evidente la difficoltà probatoria di una comunicazione di questo tipo;

¹⁴⁵ NAPOLEONI V., *L’insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell’economia*, I, Torino, 2008, p. 731.

¹⁴⁶ RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Impresa commerciale e industriale*, 2005, p. 1598.

¹⁴⁷ MANNO M.A., *Profili penali dell’insider trading*, Milano, 2012, p. 153.

¹⁴⁸ SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in Enc. Giur., Annali II, Tomo II, Milano, 2009, p. 12. Una ipotesi potenziale di scriminante potrebbe essere giustificata ai sensi dell’articolo 51 del Codice penale. Secondo NAPOLEONI V., *cit.*, p. 732, resterebbe irrilevante il rapporto professionale all’interno del quale la raccomandazione venga effettuata, posto che il divieto non è derogabile neppure sulla base del codice deontologico.

diversamente, è più semplice e probabile accertare tale fattispecie quando si è in presenza di operazioni di trading effettuate in prima persona dall'insider e poi anche raccomandate a terzi¹⁴⁹.

La consumazione avviene nel momento e nel luogo in cui la raccomandazione o induzione si compie, non essendo necessario l'effettivo ultimarsi di un'operazione. Anche in questo caso è configurabile il tentativo, con la stessa ipotesi, utilizzata anche nel paragrafo precedente, di una comunicazione telefonica iniziata e poi bruscamente troncata da problemi di ricezione.

19. L'elemento soggettivo

L'elemento psicologico della fattispecie del reato di insider trading è costituito dal dolo generico¹⁵⁰.

In capo all'agente, è richiesta la coscienza e volontà di compiere le operazioni finanziarie sfruttando il privilegio informativo di cui è in possesso, ovvero la coscienza e volontà di comunicare le informazioni privilegiate o di porle alla base di una raccomandazione o induzione a compiere operazioni borsistiche¹⁵¹.

Non rileva in alcun modo il fine del profitto, essendo il movente speculativo parte imprescindibile di ogni soggetto che opera sul mercato.

Tratto comune alle tre condotte sanzionate dall'art. 184 è la consapevolezza di essere in possesso di un'informazione privilegiata.

In materia di elemento psicologico, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea si è espressa nel caso *Spector Photo Group* del 23 dicembre del 2009, precisando che

¹⁴⁹ GIAVAZZI S., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CERQUA L. D. (a cura di), *Diritto penale delle società*, I, Padova, 2009 p. 879.

¹⁵⁰ Scelta ritenuta condivisibile da MUCCIARELLI F., *Art. 184. Abuso di informazioni privilegiate*, in FRATINI M., GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, III, Torino, 2012, p. 2369. L'autore evidenzia come sarebbe stato difficile subordinare la punibilità del reato all'accertamento del dolo specifico, poiché la finalità ulteriore sarebbe stata quasi certamente quella del profitto, la quale non è discriminante rispetto ad una qualsiasi operazione legittima di mercato.

¹⁵¹ MAZZACUVA N., AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, quarta ed., Padova, 2018, p. 314.

“il fatto che una persona [...] che detiene informazioni privilegiate acquisisca o ceda, o cerchi di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono comporta che tale persona ha “utilizzato tali informazioni” ai sensi di detta disposizione, fatto salvo il rispetto dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione”¹⁵². In proposito, la questione se il soggetto abbia violato o meno il divieto di abuso di informazioni privilegiate, secondo la Corte, va analizzata alla luce degli obbiettivi posti dalla disciplina comunitaria, “la quale consiste nel tutelare l’integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori”¹⁵³.

Per ovviare alle difficoltà di dimostrare l’effettivo sfruttamento della posizione di privilegio informativo, si è soliti limitare l’*onus probandi* alla mera detenzione dell’informazione privilegiata, rischiando in tal modo di cadere verso la configurazione di un “reato d’autore”, sconvolgendo la fattispecie della norma in cui è essenziale il nesso causale tra il possesso della notizia *price sensitive* e l’operazione effettuata¹⁵⁴.

20. Il *criminal insider*, un primo esempio insider di se stesso

Il secondo comma dell’art. 184 del t.u.f. estende la punibilità del reato anche a chi compie taluna delle azioni previste al primo comma, utilizzando informazioni privilegiate di cui era in possesso “a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose”.

La necessità di creare e sanzionare la figura del *criminal insider* nasce dalle vicende connesse ad attività di terrorismo che, per la loro portata e per l’eco che hanno sulla generalità degli investitori, causano enormi distorsioni di mercato, le cui possibilità lucrative, per chi ne è a conoscenza, sono significative.

¹⁵² Corte di giustizia Ue, 23 dicembre 2009, causa C-45/08, Spector Photo Group, punto 62.

¹⁵³ Corte di giustizia Ue, 23 dicembre 2009, causa C-45/08, Spector Photo Group, *idem*.

¹⁵⁴ SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, pp. 231 ss.

Si pensi all'effetto devastante che l'attacco alle Torri Gemelle del 2001 ha avuto sull'economia, in primo luogo sulle aziende direttamente coinvolte dall'attentato. In merito, "la constatazione che l'attentato fosse stato preceduto da ingenti vendite di azioni sul mercato – sebbene le indagini di polizia non abbiano mai accertato una correlazione [...] – ha evidenziato l'esigenza di dilatare l'ambito soggettivo del delitto a coloro che detengono informazioni relative ad attività criminali [...]"¹⁵⁵.

Anche se il quadro normativo era indirizzato verso gli atti terroristici, la portata della formula è più ampia, non rilevando in sé quale tipologia di reato il soggetto sta preparando o porta a compimento, ma dando importanza al fatto che si tratti di un delitto¹⁵⁶.

In proposito, si noti come ricade nell'ambito applicativo della norma atta a contrastare le fattispecie di *market abuse* la condotta di chi, mediante l'accesso abusivo ad un sistema informatico (reato previsto dall'articolo 615 ter del Codice penale) o una violazione della corrispondenza (articolo 616 del Codice penale), acquisisca informazioni privilegiate, sfruttandole successivamente in borsa¹⁵⁷.

È controverso in dottrina il significato da attribuire all'inciso "a motivo": secondo una lettura più ampia della norma, sarebbero da ricomprendere nell'area di rilevanza non solo i fatti idonei a determinare le distorsioni del mercato, ma anche quelli che rappresentano il mezzo attraverso il quale il soggetto acquisisce l'informazione privilegiata, come il furto di documenti riservati o le intercettazioni illegali¹⁵⁸. Altrettanto autorevoli opinioni, però, restringono il campo applicativo della sanzione, evidenziando come, nella visione del legislatore comunitario, la figura del *criminal insider* si riferisca a qualsiasi tipologia delittuosa che costituisca essa stessa

¹⁵⁵ SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 77.

¹⁵⁶ SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013 p. 51.

¹⁵⁷ BELLACOSA M., *Insider trading: manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, n. 11, p. 22.

¹⁵⁸ NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 710.

informazione privilegiata, a nulla rilevando le modalità di acquisizione della notizia stessa¹⁵⁹.

L'espressione "preparazione" assume altresì particolare significatività, anticipando la tutela posta dalla norma ad un momento antecedente alla realizzazione del misfatto, facendola risalire già alla mera ideazione del disegno criminoso. A quanto indietro si possa risalire è tuttavia non così immediato. Se infatti, a una prima lettura, si possa esser portati a riferirla anche a fasi embrionali del disegno criminoso, la dimostrazione di un progetto criminale ancora appena ideato presenta importanti complessità. Di conseguenza, è più opportuno intendere il termine "preparazione" come organizzazione o predisposizione di mezzi ad uno stadio tale da rendere la verifica dell'evento criminoso ragionevolmente prevedibile¹⁶⁰.

Nel caso del *criminal insider*, il reato si consuma nel momento in cui l'operazione di *trading* viene perfezionata.

Alla luce di quanto detto, pare agevole qualificare il *criminal insider* come una specie particolare dell'insider di se stesso, essendo le due figure unite dalla circostanza dell'essere non solo sfruttatori dell'informazione, ma anche creatori. La specificità del primo sta nell'oggetto della notizia, consistente in un'attività di per sé illecita, tratto assente nel secondo.

Resta fermo il punto per cui, prevedendo una specifica punibilità in tal senso, è altamente logico immaginare che l'intento del legislatore fosse di non lasciare vuoti di tutela, punendo chiunque sfrutti posizioni di privilegio informativo, a prescindere dall'alterità nei confronti della fonte dell'informazione.

¹⁵⁹ SEMINARA S., *Disclosure or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in Banca, borsa, tit. cred., 2008, p. 355.

¹⁶⁰ SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 78.

21. Il trattamento sanzionatorio

Come già sottolineato nei paragrafi precedenti, le sanzioni previste per il delitto di abuso di informazioni privilegiate hanno subito un importante aumento dall'introduzione del reato. Più nel dettaglio, la fattispecie originaria come formulata nel 1991 prevedeva la reclusione fino a due anni e la multa da venti a seicento milioni di lire, aumentabile fino al triplo. A seguito della serie di scandali finanziari che hanno segnato la fine del secolo scorso e l'inizio degli anni 2000, nel 2005, con la legge n. 62, il legislatore ha aumentato la pena edittale, sancendo per la reclusione un minimo di un anno e un massimo di 6 e per la multa un *range* dai ventimila ai tre milioni di euro. Nello stesso anno, le sanzioni detentive sono state ulteriormente (e indiscriminatamente) raddoppiate, e quelle pecuniarie quintuplicate, a seguito della l. 262/2005¹⁶¹.

Di conseguenza, l'insider trading è attualmente punito con la reclusione dai due ai dodici anni, e con una sanzione pecuniaria che va da euro ventimila a tre milioni. Il mancato aumento della multa è dovuto alla previsione dell'art. 39 della l. 262/2005, che statuisce che la pena venga aumentata "entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, del Codice penale"; essendo la cornice sanzionatoria già ampiamente fuori dai su menzionati limiti, non sembra lecito un ulteriore raddoppiamento¹⁶².

L'ammontare di pene previsto per l'abuso di informazioni privilegiate risulta sproporzionatamente gravoso nei confronti del reo soprattutto se valutato nel contesto dell'intero diritto penale dell'economia: basti pensare alle false comunicazioni sociali che, pur andando a tutelare beni giuridici non dissimili da quelli del reato in esame, sono punite in maniera significativamente più leggera, od al delitto previsto dall'articolo 185 TUF, che reca un danno maggiore all'integrità del mercato, ma al contempo viene sanzionato con pena detentiva identica nell'ammontare.

¹⁶¹ Si suggerisce, PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. mer.*, 2006, p. 615.

¹⁶² In tal senso, MAZZACUVA N., AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, quarta ed., Padova, 2018, p. 316.

È altresì ulteriormente prevista la possibilità per il giudice di aumentare la multa fino al triplo, o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto derivante dal reato. Tale maggior rigore è però subordinato a una verifica di inadeguatezza, da parte dell'organo giudicante, della sanzione anzidetta, basandosi su parametri predeterminati dal t.u.f., ovvero la rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o profitto del reato. È opportuno notare come tale aggravio non sia applicabile alla fattispecie contravvenzionale, in quanto, per specifica disposizione della normativa, è riferibile soltanto alla "multa".

Gli artt. 186 e 187 prevedono l'applicazione obbligatoria di pene accessorie e della confisca. Le prime consistono nell'interdizione dai pubblici uffici, da una professione od arte, dagli uffici direttivi di enti o imprese e l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione. La durata di tali ripercussioni va dai sei mesi ai due anni, determinati discrezionalmente dal giudice. Ulteriormente, è prevista "la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale".

Dall'altro lato, è obbligatoria la confisca del prodotto o profitto del reato, anche per equivalente qualora non sia possibile l'esecuzione diretta. Con "prodotto" si intende il risultato materiale dell'attività criminosa posta in essere, ovvero gli strumenti finanziari; con il termine "profitto" ci si riferisce invece all'utilità indebitamente guadagnata quale frutto del misfatto. Anche sul fronte delle pene accessorie, dunque, si coglie la pesante stigmatizzazione voluta dal legislatore nei confronti di chi si macchia di abuso di informazioni privilegiate, anche se le conseguenze penali del delitto in oggetto appaiono illogicamente elevate e connotate da un regime di iperafflittività, in ottica di una politica criminale più orientata alla repressività che a forme di prevenzione.

22. L'illecito amministrativo.

L'art. 187 bis del TUF, utilizzando la tecnica del richiamo al MAR, configura un illecito amministrativo la cui condotta tipo non è affatto dissimile da quella prevista dall'articolo 184 TUF¹⁶³.

Le principali differenze tra le due ipotesi illecite si possono riassumere nei seguenti punti:

- a) rilevanti ai fini della configurabilità della fattispecie descritta nell'articolo 187 bis TUF sono anche le condotte colpose, irrilevanti ai fini dell'illecito penale;
- b) rilevante è altresì la condotta dell'*insider* secondario, punibile esclusivamente a titolo di illecito amministrativo, in aperto contrasto con la normativa europea di riferimento;
- c) infine, il comma 6 della disposizione equipara il tentativo alla consumazione.

Al comma 5 è prevista la possibilità di aumentare le sanzioni previste fino al triplo od al maggior importo di dieci volte il profitto conseguito o le perdite evitate, qualora, “tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194-bis e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo”.

Sono previste altresì sanzioni amministrative dagli articoli 187 ter.1 e 187 quater, di nuova introduzione ad opera del decreto legislativo 107 del 2018.

La prima delle due norme statuisce la punibilità di chi viola le prescrizioni previste “dall'articolo 16, paragrafi 1 e 2, dall'articolo 17, paragrafi 1, 2, 4, 5 e 8, del regolamento (UE) n. 596/2014, dagli atti delegati e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, nonché dell'articolo 114, comma 3” del TUF, in

¹⁶³ L'articolo 187 bis TUF statuisce al primo comma: “Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 596/2014”.

materia di prevenzione, individuazione e segnalazione degli abusi di mercato. Nello specifico, è prevista una sanzione pecuniaria variabile tra i cinquemila euro ed i due milioni e cinquecentomila euro, ovvero del due per cento del fatturato se maggiore di due milioni cinquecentomila euro, se commessa da un ente o da una società; se la stessa condotta è operata da una persona fisica, il secondo comma prevede una sanzione pecuniaria che va dai cinquemila euro fino ad un milione di euro.

Parimenti, se vengono violati gli obblighi previsti “dall'articolo 18, paragrafi da 1 a 6, dall'articolo 19, paragrafi 1, 2, 3, 5, 6, 7 e 11, dall'articolo 20, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, dagli atti delegati e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione”, la sanzione prevista è ricompresa questa volta tra i cinquemila ed il milione di euro per la persona giuridica, e tra i cinquemila ed i cinquecentomila euro per la persona fisica.

Qualora il vantaggio ottenuto dall'autore dovesse essere superiore ai limiti massimi fissati dallo stesso articolo, il comma 7 prevede la possibilità di inasprire la sanzione, aumentandola sino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto, se quantificabile.

È altresì previsto il potere della Consob di comminare ulteriori sanzioni, di natura ingiuntiva, riparatoria o interdittiva, fra quelle previste dall'art. 30 comma 2 lettere a-g) MAR¹⁶⁴.

¹⁶⁴ Le misure previste all'articolo 30 comma 2 del MAR, richiamate dall'articolo 187 ter.1, sono, nel dettaglio: “a) un'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; b) la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto possano essere determinati; c) un avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; d) la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento; e) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; f) nel caso di violazioni ripetute dell'articolo 14 o dell'articolo 15, l'interdizione permanente, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; g) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, da attività di negoziazione per conto proprio”.

L'articolo 187 quater, invece, contempla un ampio ventaglio di sanzioni interdittive, tra le quali meritano menzione: a) l'interdizione permanente dallo svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione o controllo degli enti quotati, applicabile qualora l'autore dell'illecito abbia già commesso per un numero maggiore di due volte negli ultimi 10 anni uno dei reati di *market abuse*, nel caso in cui egli abbia già ricevuto una interdizione di durata superiore ai cinque anni; b) la previsione di cui al terzo comma dello stesso articolo, con la quale si stabilisce che "con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo la CONSOB, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare ai soggetti abilitati, ai gestori 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, nonché applicare nei confronti dell'autore della violazione l'interdizione temporanea dalla conclusione di operazioni, ovvero alla immissione di ordini di compravendita in contropartita diretta di strumenti finanziari, per un periodo non superiore a tre anni".

La previsione di siffatte misure punitive ha indotto parte della dottrina a segnalare la necessità di procedere con cautela in sede di giudizio, soprattutto alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, la quale ha individuato i parametri per valutare la compatibilità del trattamento sanzionatorio in materia di *bis in idem*, individuando, fra essi, l'afflittività in concreto¹⁶⁵.

Riformulato dal decreto legislativo 107/2018 è stato anche l'articolo 187 quinquies, che prevede ora a carico dell'ente, per i reati commessi a suo vantaggio o nel suo interesse, la pena pecuniaria che va da un minimo di ventimila euro ad un massimo di quindici milioni, aumentabile fino all'importante quota del quindici per cento del fatturato, quando detto importo superi i quindici milioni di euro.

Infine, l'articolo 187 sexies dispone l'applicabilità della confisca, sia in forma diretta che in forma indiretta, al prodotto ed al profitto del reato. Si tratta di un ridimensionamento rispetto alla disciplina previgente, che estendeva la misura

¹⁶⁵ In tal senso, si veda MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 6 s.

ablatoria anche ai beni utilizzati per compiere il disegno criminoso. Nonostante la condivisibilità di tale norma, stante la possibilità data dalla precedente norma di requisire ingentissimi capitali a fronte di modesti arricchimenti, è da segnalare il mancato coordinamento con l'articolo 187 TUF, che, regolando la confisca penale, ricomprende invece i beni strumentali alla commissione del reato. Tale discrepanza non è in alcun modo risolvibile in via interpretativa, essendo necessaria una riformulazione legislativa in merito¹⁶⁶.

¹⁶⁶ Sul punto, ancora, MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 20.

23. La responsabilità dell'ente derivante da *insider trading*

Il decreto legislativo 231 del 2001 sancisce la responsabilità degli enti per i reati commessi nel proprio interesse o a proprio vantaggio da parte di soggetti appartenenti all'ente stesso. Esso rappresenta il condivisibile superamento dell'assunto millenario secondo cui *societas delinquere non potest*¹⁶⁷.

La relazione ministeriale emanata a corredo del decreto, in particolare, si sofferma sul concetto che le imprese collettive non solo possono rendersi partecipe di attività criminose, ma talvolta una simile partecipazione è frutto di una deliberata volontà in tal senso¹⁶⁸. Proseguendo, descrive altresì le condizioni patologiche della “economia illegale” suddividendole in due differenti tipologie.

Da un lato, vi sono ipotesi in cui la commissione di reati rientri in maniera diffusa all'interno della politica aziendale, non essendo questa necessariamente il fine ultimo dell'impresa, ma venendo accettata e, talvolta, incoraggiata: si pensi alla corruzione, che può essere quasi equiparata ad un “vero e proprio costo d'azienda”. Dall'altro, vi sono le ipotesi in cui le azioni criminali si pongano in aperto contrasto con la politica aziendale, ma siano rese possibili da un difetto di organizzazione o di vigilanza da parte dei soggetti che ad essa sarebbero preposti: ad esempio, si immagini un quadro od un dipendente che, non rispettando le direttive dei superiori, ponga in essere una condotta illegale, ma capace di portare un considerevole vantaggio economico alle casse dell'azienda¹⁶⁹.

Essendo impossibile soffermarsi sull'intera disciplina della responsabilità degli enti, ci si concentrerà sulla parte riguardante i reati presupposto che caratterizzano l'analisi svolta nel presente lavoro¹⁷⁰.

¹⁶⁷ FIORELLA A., *I problemi fondamentali della responsabilità dell'ente da reato: un'introduzione*, in BORSARI A. (a cura di), *Itinerari di diritto penale dell'economia*, Padova, 2018, pp. 244 ss.

¹⁶⁸ “La *societas* può, e spesso vuole, delinquere” sono le parole esatte utilizzate dalla Relazione ministeriale al D.lgs. 231/2001, p. 109.

¹⁶⁹ Così si esprime la Relazione ministeriale al D.lgs. 231/2001, p. 120.

¹⁷⁰ Si suggerisce, per un approfondimento sul tema, LATTANZI G. (a cura di), *Reati e responsabilità degli enti. Guida al d.lgs. 8 giugno 2001, n.231*. Per una analisi dei rapporti tra responsabilità degli enti

Ad inserire nel catalogo dei reati capaci di far sorgere la responsabilità dell'ente stesso l'abuso di informazioni privilegiate è stata la legge numero 62 del 2005, che ha modificato il testo originario della normativa introducendo l'articolo 25-sexies, rubricato appropriatamente "Abusi di mercato".

Ciò che colpisce immediatamente dalla lettura della rinnovata normativa è l'elevatezza delle sanzioni, sia per le persone fisiche¹⁷¹, sia per gli enti, al punto che esse vanno ad apparire illogicamente sproporzionate¹⁷².

Andando ad analizzare la disciplina al fine di rapportarla alla legislazione sull'abuso di informazioni privilegiate, una prima questione da affrontare riguarda la possibilità di inserire i soggetti individuati dall'articolo 5 del decreto 231 nel novero degli *insiders* primari, ormai unici destinatari della sanzione prevista dall'articolo 184 del TUF.

Nessun problema sembra porsi con riferimento alle figure apicali, statisticamente più propense a venire in contatto con delle informazioni sensibili, suscettibili di essere sfruttate lucrosamente in borsa. Per quanto rappresenti il caso meno probabile, tuttavia, non è da escludersi che anche i soggetti individuati dal primo comma, lettera b), dell'articolo 5 del decreto, ossia i cosiddetti sottoposti, possano essere destinatari della normativa.

Ponendo infatti il caso che oggetto della notizia *price sensitive* sia la società di cui i soggetti fanno parte, non vi sono ostacoli al fatto che *corporate insiders* possano essere sia i manager, inevitabilmente facilitati dal vantaggio posizionale e da una prossimità maggiore con dati finanziariamente rilevanti, sia i sottoposti, siano essi

e fattispecie di *market abuse* si rimanda invece a MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008.

¹⁷¹ Si rimanda al paragrafo successivo, per una più estensiva trattazione dell'apparato sanzionatorio.

¹⁷² ROSSI A., *Market abuse e Insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, p. 91. L'autrice mette in luce l'intrinseca sproporzione di pene previste dal sistema della L.231 aggiornata, confrontando l'articolo 25-ter (anche qualora venga applicato l'aumento di un terzo della sanzione, nell'ipotesi in cui l'ente abbia ricavato un profitto di rilevante entità) con quanto stabilito dell'art. 25-sexies, a norma del quale, allorché il prodotto o il profitto conseguito dall'ente risultino di rilevante entità, la sanzione sarà aumentabile fino a dieci volte del loro valore economico.

dipendenti o quadri, i quali, nonostante siano privi della qualifica direttiva, non per ciò solo sono impossibilitati dal venire in contatto con informazioni privilegiate¹⁷³.

Spostandoci sul versante dei cosiddetti *temporary insiders*, ossia coloro che siano esterni alla società, il caso sicuramente più frequente è quello della società di intermediazione mobiliare. Occorre in questo caso verificare quale sia la posizione di tali soggetti nei confronti dell'ente cui si riferisce la notizia *inside*. Una possibile soluzione suggerita dalla dottrina sarebbe quella di considerare tale rapporto come una collaborazione professionale, da svolgersi sotto lo stretto controllo delle figure apicali, inquadrando così gli operatori di una SIM nell'ipotesi prevista dalla lettera b)¹⁷⁴. Resta ferma, d'altro canto, la necessità di svolgere i medesimi accertamenti in merito ai rapporti tra gli anzidetti soggetti e le persone giuridiche di appartenenza, sia essa una SIM o di qualsivoglia tipologia.

Detto questo, appare condivisibile la scelta del legislatore di includere l'ente tra i soggetti responsabili dei reati di *market abuse*, essendo questi, nella maggior parte dei casi, vicini al mondo dell'imprenditoria economico finanziaria. Il limite preminente ad una applicazione indiscriminata delle sanzioni agli apparati societari è rappresentato dai concetti dell'interesse e del vantaggio, eretti a criteri di imputazione oggettiva del reato.

La cassazione¹⁷⁵ si è espressa qualificando l'interesse come un criterio soggettivo, in quanto “rappresenta l'intento del reo di arrecare un beneficio all'ente mediante la commissione del reato”; conseguentemente è accertabile anche ragionando *ex ante*, rendendo irrilevante qualsiasi esito proficuo dell'attività criminale svolta. Nella medesima sentenza, la suprema corte ha precisato altresì cosa fosse da intendersi per vantaggio, indicandolo come un criterio oggettivo, da verificarsi in questo caso *ex post* in quanto legato all'effettiva realizzazione di un profitto per l'ente cui ci si riferisce.

¹⁷³ MANNO M.A., *Profili penali dell'insider trading*, Milano, 2012, p. 204.

¹⁷⁴ In merito, PULITANÒ D., *La responsabilità 'da reato' degli enti nell'ordinamento italiano*, in AA.VV., *Responsabilità degli enti per i reati commessi nel loro interesse*, suppl. a Cass. pen., 6/03, cit., p. 16, il quale ritiene possibile un'incriminazione dell'ente in tal senso qualora il reato venga commesso nel proprio interesse o a suo vantaggio.

¹⁷⁵ Cass. pen., sez. VI, 08.06.21, n. 22256.

Al fine di proteggersi da incriminazioni basate sul decreto 231, la società può dimostrare di aver “adottato ed efficacemente attuato un modello di organizzazione, gestione e controllo idoneo a prevenire reati della specie di quello verificatosi”¹⁷⁶. Tali modelli, lungi dal dover essere lettera morta, devono trovare concreta attuazione al fine di poter fungere da scriminanti.

Sotto il profilo pratico, tali modelli di *compliance* si configurano come modalità concrete di organizzazione atte a minimizzare la possibilità che all’interno dell’ente possano verificarsi reati. La suddetta riduzione del rischio – reato passa inevitabilmente da una preventiva individuazione delle aree soggette a siffatti rischi in maniera maggiore, nonché da accertamenti volti a comprendere le modalità con cui tali “reati – rischio” possano essere attuati¹⁷⁷.

Un lavoro simile è tutt’altro che semplice, in quanto spesso l’approccio degli enti alla stesura dei modelli di organizzazione e gestione di rischio finisce per ricadere nei due opposti estremi della mera elencazione delle pratiche da seguire, o viceversa, nella accidiosa individuazione, puramente teorica, delle aree di rischio: nel primo caso, un eccessivo formalismo rischia di paralizzare l’agire dell’ente, minandone competitività, efficienza ed economicità; d’altro canto, l’aver individuato aree che necessitano una particolare attenzione, senza che poi questa venga prestata ad esse non è meno rimproverabile, essendo anzi una mancanza di adeguati controlli terreno fertile per la proliferazione di comportamenti criminosi in ambito societario¹⁷⁸.

Le implicazioni in materia di *insider trading* sono lampanti. A primo impatto, infatti, sarebbe possibile replicare in maniera ignava e pedissequa le complesse norme legali già preposte dal sistema nazionale al fine di regolare il governo dell’informazione societaria. In questo modo, si avrebbe una perfetta coincidenza del modello di *compliance* con le norme statali, che risulterebbe sicuramente perfettamente “legale”, almeno ad un livello superficiale. Il problema sta nella assoluta

¹⁷⁶ D.lgs. 231/2001, artt. 5 e 6.

¹⁷⁷ Si suggerisce LUNGHINI G., *L’idoneità e l’efficace attuazione dei modelli organizzativi ex D.lgs. 231/2001*, in MONESI C. (a cura di), *I modelli organizzativi ex D.lgs. 231/2001*, cit., pp. 251 ss.

¹⁷⁸ In materia, IELO P., *Compliance Programs: natura e funzioni nel sistema di responsabilità degli enti, modelli organizzativi e d.lgs. 231/01*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 1, pp. 99 ss.; MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell’ente e l’informazione*, p.356.

mancanza di qualsivoglia pretesa di efficacia del sistema di prevenzione, nonché in un tautologico divieto, enunciato in un regolamento aziendale, che determinati soggetti compiano quegli atti che la norma generale impone di prevenire¹⁷⁹.

Infatti, ciò a cui mira il sistema 231, più che ad una formale attuazione di modelli “esteticamente” impeccabili, è una corretta individuazione e minimizzazione del rischio – reato nelle singole realtà imprenditoriali di tipo societario. Tant’è che la struttura dell’imputazione costruita nel decreto legislativo sembra rimproverare, più che il reato in sé, una cattiva gestione del rischio dovuta ad un *deficit* organizzativo ed una negligente vigilanza su fattispecie che invece avrebbero richiesto maggiore impegno di risorse¹⁸⁰. Di conseguenza, una simile applicazione del modello sarebbe, oltre che del tutto inutile da un punto di vista pratico, non essendo efficace nella prevenzione di comportamenti criminosi, anche dannoso per l’ente, in quanto non idoneo a fungere da scriminante in caso di commissione di reati da parte di apicali o sottoposti.

In sostanza, la problematica preminente nella stesura del modello sta nel corretto bilanciamento tra una puntuale individuazione delle aree a rischio, nonché dei segnali di pericolo e degli indicatori di allarme inerenti alle medesime, ed un eccessivo formalismo che si concretizza in un’assoluta mancanza di efficacia sul piano pratico.

Con riferimento all’*insider trading*, si riflettono sui modelli di *compliance* le problematiche già segnalate della disciplina, in primo luogo una ben definita delimitazione dei profili di offensività della condotta¹⁸¹.

Infine, si segnala come l’articolo 187 *quinquies* del TUF introduce una responsabilità dell’ente anche per illeciti amministrativi, ricalcata dal sistema 231 sotto il profilo dei criteri di imputazione oggettivi e soggettivi dell’illecito.

Ciò che occorre far notare, con riferimento all’*insider trading*, è che la sanzione prevista dall’articolo 187 *bis* del TUF si applica altresì agli *insiders*

¹⁷⁹ MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell’ente e l’informazione*, p.360.

¹⁸⁰ PALIERO C.E., PIERGALLINI C., *La colpa da organizzazione*, in *Resp. Amm. Società e enti*, 2006, p. 167.

¹⁸¹ PIERGALLINI C., *Spunti in tema di responsabilità degli enti*, in AA.VV., *La crisi finanziaria*, p. 121, il quale evidenzia i problemi in punto della riconoscibilità del rischio – reato.

secondari. Con riferimento ad essi, tuttavia, essendo questi necessariamente soggetti estranei ad i luoghi di produzione e trasmissione della notizia, deve desumersi che siano esterni sia alla società emittente, che alla società di revisione. Di conseguenza, sarebbe quanto meno una forzatura andare ad individuare qualsivoglia responsabilità dell'ente in merito¹⁸².

In sostanza, la norma appena richiamata non può che definirsi superflua e meramente “cosmetica”¹⁸³.

¹⁸² GALLI S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010, p. 292.

¹⁸³ MANNO M.A., *Profili penali dell'insider trading*, Milano, 2012, p. 220.

24. La irrisolta questione del *ne bis in idem*

Come già anticipato, uno dei punti più stridenti tra la normativa italiana e quella comunitaria è rappresentato dalla struttura a doppio binario sanzionatorio: il legislatore nazionale ha infatti costruito la disciplina degli abusi di mercato affiancando agli illeciti penali previsti dagli articoli 184 e 185 del TUF, gli illeciti amministrativi con le relative sanzioni.

Difficilmente un'impostazione del genere appare compatibile con due principi classici del diritto moderno, ovvero il carattere di *extrema ratio* del diritto penale, così come l'assunto del divieto di *bis in idem*¹⁸⁴.

Il delicato equilibrio fra le due materie è stato più volte oggetto di critica da parte della dottrina, che auspicava una scelta risolutiva da parte del legislatore, peraltro ad oggi non ancora arrivata. Ma la critica più importante all'impianto italiano è arrivata dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo, con la sentenza Grande Stevens e altri c. Italia del 2014¹⁸⁵.

Riassumendo la decisione della Corte, il nostro Paese è stato ritenuto colpevole di avere un sistema sanzionatorio incompatibile con i principi del diritto di ognuno ad un equo processo e del *ne bis in idem*, sanciti rispettivamente dall'articolo 6 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e dall'articolo 4 del Protocollo 7 addizionale alla CEDU.

¹⁸⁴ Sul divieto di *bis in idem*, si suggerisce TONINI P., *Manuale di procedura penale*, diciassettesima edizione, Milano, 2016, pp. 993 ss.; per un'applicazione alla materia, si veda invece MAZZACUVA F., *Ne bis in idem e diritto penale dell'economia: profili sostanziali e processuali*, in MANGIARACINA A., *Ne bis in idem*, Torino, 2020.

¹⁸⁵ Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, Grande Stevens (e altri) vs. Italia, ric. n. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10, 18698/10. Per un primo commento alla sentenza riportata, si suggerisce TRIPODI A. F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014.

Punto di partenza della Corte sono state le nozioni di “pena” e “materia penale”: in proposito, nella Sentenza Engels e altri c. Paesi Bassi del 1976¹⁸⁶, nonché dalle ulteriori pronunce in ambito di estensione della “*matière pénale*” agli illeciti amministrativi, quali il caso Öztürk vs. Germania del febbraio 1984, il caso Menarini Diagnostic S.r.l. vs. Italia del settembre 2011, il caso Mihai Toma vs. Romania del gennaio 2012, sono stati elaborati dai giudici di Strasburgo tre criteri che consentono di ricostruire il concetto di “accusa penale” in via autonoma rispetto a quanto definito dagli ordinamenti interni dei singoli stati¹⁸⁷. Nello specifico, i tre principi fissati erano:

- a) la qualificazione giuridico-formale attribuita all’infrazione dal legislatore nel diritto nazionale;
- b) la natura intrinseca dell’infrazione;
- c) la natura o il grado di severità della sanzione prevista.

È rilevante precisare come tali criteri vadano intesi, a parere del Giudice europeo, come alternativi e non cumulativi, per quanto la Corte stessa non impedisce l’utilizzo di “un approccio cumulativo, se l’analisi separata di ciascun criterio non consente di pervenire ad una conclusione chiara”¹⁸⁸.

Sulla base di quanto detto, il giudice comunitario ha analizzato il sistema italiano in materia di *market abuse*, ritenendo che il procedimento innanzi alla Consob miri a tutelare il risparmio, rivestendo così un compito solitamente assegnata a norme

¹⁸⁶Corte europea dei diritti dell’uomo, Grande Camera, sent. 8 giugno 1976, Engels e altri c. Paesi Bassi. Per approfondimenti, si suggerisce il commento di PALIERO C.E., ‘Materia penale’ e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell’Uomo: una questione ‘classica’ a una svolta ‘radicale’, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, p. 894 ss., nonché PALIERO C.E., TRAVI A., *La sanzione amministrativa*, Milano, 1988, p. 151 ss.

¹⁸⁷ In proposito, MANES V., *Diritto penale e fonti sovranazionali*, in AA.VV., *Introduzione al sistema penale* (a cura di INSOLERA G., MAZZACUVA N., PAVARINI M., ZANOTTI M.), Torino, 2012, p. 198 ss.

¹⁸⁸ Corte europea dei diritti dell’uomo, Caso Jussila c. Finlandia, Grande Camera, 23 novembre 2006, n. 73053/01.

di stampo penalistico. In conseguenza di ciò, le sanzioni previste dall'articolo 187 ter, lungi dall'esaurirsi in funzione meramente ripristinatoria o riparatoria di un danno, come sostenuto dal Governo, finiscono per perseguire finalità ulteriori, quali quelle repressiva, preventiva ed afflittiva, eccedendo in tal modo i limiti del diritto amministrativo ed esibendo connotati intrinsecamente riferibili a vere e proprie pene. Si fa notare, infatti, come le sanzioni siano inflitte dalla Consob "in funzione della gravità della condotta ascritta e non del danno provocato agli investitori"¹⁸⁹.

Seguendo tali considerazioni, la Corte ha sancito che, per quanto le sanzioni previste dall'articolo 187 ter siano rubricate come formalmente di natura amministrativa, esse vadano considerate di natura sostanzialmente penale.

In conseguenza dell'asserita natura penale delle sanzioni, agli imputati avrebbero dovuto essere assicurate tutte quelle garanzie proprie di un procedimento penale, non essendo stato rispettato il diritto all'equo processo nel procedimento innanzi alla Consob.

Ulteriore conseguenza discendente dalla natura essenzialmente penale delle sanzioni qualificate come amministrative è l'operatività del principio del *ne bis in idem*, secondo il quale non è possibile giudicare un imputato già assolto o condannato in via definitiva per il medesimo fatto oggetto del primo processo. Va da sé come, nel caso di specie, i ricorrenti siano stati giudicati dapprima colpevoli dell'illecito "amministrativo" di cui all'articolo 187 ter, e successivamente siano stati sottoposti ad un nuovo giudizio, stavolta di natura prettamente penale, nel quale veniva contestata la violazione dell'articolo 185; sennonché, in entrambi i processi, era oggetto di giudizio la medesima condotta, effettuata dalle medesime persone nel medesimo lasso temporale; sicché, "la nuova azione penale riguardava un secondo "illecito", basato su fatti identici a quello che avevano motivato la prima condanna definitiva"¹⁹⁰, risultando così violato il diritto sancito dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU: il diritto a non essere giudicati due volte.

¹⁸⁹ Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, Grande Stevens (e altri) vs. Italia, cit., paragrafo 96.

¹⁹⁰ Corte europea dei diritti dell'uomo, sez. II, sent. 4 marzo 2014, Grande Stevens (e altri) vs. Italia, cit., paragrafi 227-228.

Al di là delle conclusioni assolutamente condivisibili della Corte, ciò che lascia perplessi è l'assoluta mancanza nella pronuncia di disposizioni positive, ancorché di carattere generale, che potessero indicare al legislatore italiano la strada da percorrere. Ciò a cui si è limitato il Giudice europeo è stata una laconica imposizione di chiudere tutti i procedimenti degli imputati nel più breve tempo possibile, lasciando così all'interprete l'arduo compito di stabilire gli effetti che una sentenza simile apporti all'ordinamento nazionale.

Una delle possibili soluzioni può desumersi dai numerosi richiami alla sentenza *Spector Photo Group*¹⁹¹ all'interno della pronuncia Grande Stevens.

In essa, in particolare, è ammissibile la previsione di una sanzione amministrativa da affiancare a quella penale, sulla base di un'interpretazione dell'articolo 14 della MAD nel senso che “se uno Stato membro, salvo le sanzioni amministrative (...), ha previsto la possibilità di infliggere una sanzione penale, nella valutazione del carattere efficace, proporzionato e dissuasivo della sanzione amministrativa non occorre tenere conto della possibilità e/o del livello dell'eventuale sanzione penale ulteriore”¹⁹².

Ciò che si deduce da quanto sopra riportato è che, più che l'impianto sanzionatorio a doppio binario in sé, la Corte di Strasburgo abbia criticato l'applicazione pratica dello stesso da parte del legislatore italiano¹⁹³.

In proposito, è condivisibile quanto espresso dai primi commentatori della sentenza in esame, ovvero una interpretazione conforme dell'articolo 649 del Codice di procedura penale italiano, estendendo il divieto di doppio giudizio, oltre che alle pronunce di natura penale-criminale, anche a quelle di natura penale-amministrativa. Quanto anzidetto è ammissibile in quanto l'articolo 649, andando a stabilire un principio di garanzia di portata generale, è suscettibile di un'interpretazione estensiva “nel senso di far ricomprendere nel concetto di “sentenza o decreto penale divenuti

¹⁹¹ Si veda *infra*, capitolo 4, paragrafo 3.

¹⁹² Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafo 77.

¹⁹³ D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 226.

irrevocabili” anche i provvedimenti di condanna definiti “penali” dalla Corte di Strasburgo”¹⁹⁴.

Qualora una tale interpretazione dovesse ritenersi impraticabile, autorevole dottrina suggerisce la possibilità di sollevare “una questione di legittimità costituzionale dell’art. 649 c.p.p. per contrasto con l’art. 117, co. 1, Cost. in riferimento all’art. 4, Prot. 7 CEDU così come interpretato in Grande Stevens, nella parte in cui la disposizione impugnata non prevede che il giudice debba pronunciare sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere anche nell’ipotesi in cui l’imputato sia già stato giudicato per il medesimo fatto, con provvedimento ormai irrevocabile, in un procedimento che – seppur formalmente qualificato come amministrativo nel diritto italiano – debba ritenersi di natura penale ai sensi della Convenzione europea e dei suoi protocollo”¹⁹⁵.

Altri autori suggeriscono la possibilità per il giudice nazionale di pronunciare sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere in via diretta, basandosi sull’applicazione dell’art. 50 della Carta dei Diritti fondamentali dell’Unione europea¹⁹⁶.

Sono d’altra parte maggiormente condivisibili le perplessità sul punto sollevate da dottrina opposta, che fa notare come, pur essendo riconoscibile una applicabilità diretta della Carta, “non sembra potersi “meccanicamente” correlare un’automatica disapplicazione delle (...) disposizioni processuali interne, il cui contenuto, non in contrasto formale con il quadro delle garanzie europee, rappresenta il secolare deposito di un insieme di garanzie che (...) traducono la sostanza di principi di assoluto rilievo costituzionale”¹⁹⁷.

¹⁹⁴ TRIPODI A. F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L’Italia condannata per violazione del bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014, paragrafo 6.

¹⁹⁵ VIGANÒ F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell’art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, pp. 13-14.

¹⁹⁶ VIGANÒ F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell’art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, pp. 13-14.

¹⁹⁷ DE AMICIS G., *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell’ordinamento italiano*; in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, pp.21-22.

Da segnalarsi altresì come i problemi di coordinamento della pronuncia Grande Stevens con l'ordinamento italiano siano ancor più evidenti sulle sentenze già passate in giudicato. Infatti, lungi dall'essere risolutiva l'applicazione dell'articolo 187 *terdecies* del TUF, e considerata la difficile esperibilità del meccanismo previsto dall'articolo 673 c.p.p.¹⁹⁸, potrebbe essere d'aiuto quanto statuito dalla sentenza della numero 113 del 2011 della Corte costituzionale: essa rileva la "la parziale illegittimità dell'art. 630 c.p.p., nella parte in cui non prevede un'autonoma causa di revisione nell'ipotesi in cui, all'esito di una pronuncia di condanna, la Corte europea abbia accertato la violazione di un diritto o di una garanzia convenzionale nel corso del processo penale (...) e la riapertura dello stesso sia necessaria, ai sensi dell'art. 46 CEDU, per conformarsi alla pronuncia di Strasburgo"¹⁹⁹.

Tale decisione fornirebbe dunque la copertura necessaria ad un procedimento di revisione di una sentenza penale di condanna, ancorché passata in giudicato, qualora la stessa sia basata sui medesimi fatti precedentemente accertati in un procedimento amministrativo, e per i quali è già stata emessa condanna in tale sede. Tale accertamento non può che passare dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, chiamata dunque a verificare eventuali violazioni del divieto di *bis in idem* sancito dall'articolo 4, Protocollo 7 CEDU²⁰⁰.

25. Gli sviluppi più recenti in materia di *ne bis in idem*.

La solidità della decisione appena citata è stata messa in discussione da un successivo orientamento della Corte Europea, la quale nel 2016, pronunciandosi in

¹⁹⁸ TRIPODI A. F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014, paragrafo 6.

¹⁹⁹ Così MANES V., *Diritto penale e fonti sovranazionali*, in AA.VV., *Introduzione al sistema penale* (a cura di INSOLERA G., MAZZACUVA N., PAVARINI M., ZANOTTI M.), Torino, 2012, pp. 193-194.

²⁰⁰ D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 228.

materia tributaria nella sentenza A. e B. contro Norvegia²⁰¹, ha introdotto il criterio della “connessione *in time and substance*”, usato per escludere il divieto di doppio giudizio, che ricorre quando, tra i due processi, sussiste una connessione sufficientemente vicina nel tempo e dal punto di vista dell’oggetto. Se dunque la condotta, oggetto dei due diversi procedimenti, può meglio essere affrontata nei suoi differenti aspetti e profili, e tra gli stessi procedimenti si verifica la connessione su citata, non si incorre in una violazione del *ne bis in idem*.

Occorre segnalare, nel 2018, la riforma apportata dal decreto legislativo 107 all’articolo 187 terdecies TUF, il quale si occupa proprio del coordinamento tra il comparto sanzionatorio amministrativo e quello penale. Tuttavia, la disposizione risulta carente poiché per nulla affronta il tema del *ne bis in idem*, limitandosi a stabilire come gli organi giudicanti debbano muoversi.

Per un verso, è disposto l’obbligo per l’autorità che procede per seconda, sia essa l’Autorità giudiziaria o la Consob, con il primo procedimento già concluso, di tener “conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate”.

È problematico stabilire cosa debba intendersi per “tener conto”, posto che la genericità della formula utilizzata nulla dice in concreto sul cumulo sanzionatorio che si viene a creare. Appare plausibile, verosimilmente, che il legislatore abbia voluto suggerire uno scomputo della sanzione già applicata a quella che invece si intende applicare²⁰².

Quanto detto appare ancor più evidente se rapportato a quanto disposto dalla lettera b) dello stesso articolo, che “l’esazione della pena pecuniaria, della sanzione

²⁰¹ La pronuncia A.e B. contro Norvegia del 15 novembre 2016, introduce altresì alcuni criteri per valutare la sussistenza della connessione *in time and substance*: a) lo scopo perseguito dai due procedimenti deve essere complementare; b) l’apertura del doppio procedimento deve rappresentare una conseguenza prevedibile della condotta dell’agente; c) i due procedimenti devono svolgersi in maniera tale da evitare ogni duplicazione nella raccolta e nella valutazione delle prove, mediante un’adeguata interazione fra le Autorità competenti; d) la determinazione della sanzione irrogata al termine del secondo procedimento deve tener conto di quanto deciso nel primo processo, nel rispetto del principio della proporzionalità della sanzione.

²⁰² Si suggerisce ancora MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 21.

pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità giudiziaria amministrativa o da quella giudiziaria”.

Da ultimo, si riporta quanto disposto dalla sentenza n°39999 del 30 settembre 2019 della Cassazione penale, che tenta di stabilire dei criteri al fine di fornire una risposta sanzionatoria appropriata e, soprattutto, proporzionata. In proposito, proprio per non violare il principio del *ne bis in idem*, “il giudice penale deve valutare la proporzionalità della risposta sanzionatoria complessiva in relazione al disvalore del fatto, da apprezzarsi con riferimento agli aspetti propri di entrambi gli illeciti, e, qualora la sanzione amministrativa inflitta per prima risulti assorbente l'intero disvalore del fatto, deve disapplicare in toto la disciplina sanzionatoria di propria pertinenza”²⁰³.

²⁰³ Per un'analisi della sentenza, si suggerisce TRIPODI A.F., *"Ne bis in idem" e "insider trading": dalla Cassazione i criteri per una risposta sanzionatoria proporzionata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2020, fasc. 4, pp. 934-939.

CAPITOLO 3

L'INSIDER DI SE STESSO: IL CONCETTO DI “INFORMAZIONE” E I PROFILI PROBLEMATICI DELLA FIGURA

1. Premessa

L'analisi effettuata circa la disciplina del reato di abuso di informazioni privilegiate ci permette di addentrarci nell'esame della controversa figura oggetto di questo lavoro, vale a dire il cosiddetto *insider* di se stesso.

La particolarità riscontrabile nella presente fattispecie è data dalla coincidenza tra la fonte dell'informazione ed il soggetto che ne abusa, utilizzandola per le condotte di *trading*, di *tipping* o *tuyantage*. Manca, dunque, l'alterità tra il creatore dell'informazione e chi la sfrutta, condizione che crea non pochi problemi interpretativi e di applicabilità della fattispecie delittuosa.

Oggetto della stessa può essere un intendimento o proposito futuro del soggetto agente, nonché una situazione, un evento o un complesso di circostanze che lo riguarda direttamente²⁰⁴.

Centrale nella disamina della figura dell'*insider* di se stesso risulta l'analisi della nozione di informazione privilegiata. Essa, infatti, costituisce le fondamenta su cui è possibile ricostruire la punibilità o, viceversa, la non punibilità del soggetto che ne è contemporaneamente creatore e utilizzatore.

²⁰⁴ Da notare che, vista la natura controversa dell'istituto, la dottrina non è unanime sul punto. Si veda, ad esempio, BARTALENA A., *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, p. 714, nt. 55.

2. L'informazione nella fattispecie dell'*insider* di se stesso: informazione come conoscenza derivante dall'esterno

Uno degli argomenti utilizzati per dimostrare la rilevanza penale della figura dell'*insider* di se stesso è quello di matrice testuale, basato sulla definizione del termine "informazione".

Il concetto di informazione può infatti assumere diversi significati. Sceglierne uno piuttosto che un altro ha effetti rilevanti sulla punibilità del *self insider*.

La prima definizione che possiamo attribuire al termine è quella di uno dei più autorevoli dizionari della lingua italiana, ovvero "notizia o nozione raccolta o comunicata nell'ambito di una utilizzazione pratica o immediata"; il medesimo testo prosegue poi statuendo che l'informazione può essere la "trasmissione e ricezione di notizie ritenute utili o indispensabili per l'individuo o la società"²⁰⁵.

In questo senso, non può non darsi peso agli attributi "raccolta" o "comunicata", i quali fanno presupporre un necessario trasferimento conoscitivo che derivi dall'esterno, passando da un soggetto ad un altro.

L'argomento in questione è utilizzato anche in lingua anglosassone, dove l'*Oxford Dictionary of English* definisce l'*information* come "facts provided or learned about something or someone"²⁰⁶, e in tale definizione colpiscono i verbi utilizzati, i quali danno rilevanza anch'essi ad aspetti esterni all'*animus* del soggetto.

Infine, anche nell'uso quotidiano, il verbo "informare", che deriva dall'espressione latina "dare forma alla mente", viene utilizzato per indicare trasferimenti di conoscenze, rendendo impossibile qualificare come informazione una determinazione generata e rimasta interamente nella sfera personale del soggetto. Essa diventa tale solo nel momento in cui viene comunicata ad altri, esteriorizzandola.

Dagli argomenti appena riportati, appare facile postulare come necessaria una alterità tra la fonte dell'informazione, cioè colui che crea e genera la notizia, e

²⁰⁵ DEVOTO G., OLI G.C., SERIANNI L., *Nuovo Devoto-Oli. Il vocabolario dell'italiano contemporaneo*, Milano, 2018, ad vocem.

²⁰⁶ Traduzione letterale: "fatti forniti od imparati su qualcosa o qualcuno".

l'utilizzatore dell'informazione, ovvero il soggetto che sfrutta la sua capacità *price sensitive* sui mercati.

Infatti, accogliere la soluzione opposta porterebbe ad assurdi paradossi logici. Se si assume che il proposito di compiere una determinata operazione, rimanendo nella sfera interiore del soggetto che lo ha ideato, è per definizione “non pubblico”, in quanto non conoscibile da altri, a meno di una volontaria esteriorizzazione da parte del suo creatore, è dunque passibile di esser qualificato “informazione privilegiata”, con la conseguenza di far scattare i divieti in tal senso in qualsiasi caso un soggetto intenda muoversi sui mercati²⁰⁷.

Da segnalarsi, infine, un'interpretazione della distinzione operata dal legislatore tra il verbo “ottenere” e quello “possedere”. Nel tentativo di superare le argomentazioni contrarie, parte della dottrina si è spinta ad interpretare il verbo utilizzato dalla norma più recente come insufficiente al fine di provare l'intento del legislatore di punire il soggetto che produce la notizia. Infatti, il significato letterale che è possibile attribuire al verbo “possedere” può andare a ricomprendere i concetti di “disporre, tenere, tenere in possesso”, ma non è condivisibile, a meno di non voler dilatare eccessivamente il suddetto significato, intender con il predetto lemma concetti come “originare”, o “creare un qualcosa”²⁰⁸.

Resta il fatto che l'argomento testuale, per quanto meritevole di attenzione, non appare sufficiente, da solo, a sorreggere la tesi per cui l'*insider* di se stesso non ricada nell'area applicativa delle disposizioni in materia di abusi di mercato.

²⁰⁷ LAUDONIO A., *Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di se stesso*, in *Rivista di diritto bancario*, febbraio 2013, pp. 99 ss.

²⁰⁸ RECCIA E., *Insider di sé stesso e la distinzione tra OPA per la scalata e OPA per il delisting*, *Giur. comm.*, 2015, pp. 568 ss.

3. L'informazione nella fattispecie dell'insider di se stesso: informazione come conoscenza in senso generale

D'altra parte, la ricostruzione fornita nel paragrafo precedente non è l'unica disponibile. Una parte della dottrina, e la più recente giurisprudenza, sottolineano invece come il concetto di "informazione" possa essere inteso anche come "conoscenza", indipendentemente dal fatto che questa derivi dal "foro interno" del soggetto, o dall'esterno rispetto ad esso.

Sul punto, è significativo segnalare l'evoluzione della normativa disciplinante l'*insider trading*. Nel 1991, alla sua prima introduzione, la formula indicava le informazioni privilegiate come "ottenute", fornendo un appiglio testuale forte alla esclusione della punibilità del creatore - sfruttatore della notizia stessa.

Ebbene, già nella formulazione del 1998, tale riferimento era scomparso. È tuttavia innegabile che, già nel vigore della precedente disciplina, non potesse escludersi con certezza l'applicabilità della norma al *self insider*.

Infatti, e ciò vale a maggior ragione con la normativa attuale, l'informazione può essere anche definita come un "processo di formazione progressiva, che dalla mera idea e dai singoli dati giunga all'informazione in senso proprio, ossia all'elemento in grado di incidere sulle decisioni di chi ha elaborato l'informazione e dei terzi che ne venissero a conoscenza"²⁰⁹, rendendo rilevante la condotta di chi detenga l'informazione "a titolo originario".

In ogni caso, la norma del TUF nella sua formulazione vigente non pone alcuna restrizione in merito alla provenienza dell'informazione, non essendo importante se la circostanza sia stata generata dallo stesso soggetto che se ne è poi servito o se il medesimo l'abbia acquisita per impulsi provenienti dall'esterno, essendo rilevante soltanto l'effettivo possesso dell'informazione con tutti i suoi requisiti, e la ragione per cui sia stata ottenuta.

²⁰⁹ POSTIGLIONE A., *I confini soggettivi dell'"insider trading": il c.d. "insider" di se stesso*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2018, fasc. 1, p. 258.

4. Il *considerando* numero 30 della direttiva 6/2003/CE

A sostegno dell'irrelevanza penale delle condotte dell'*insider* di se stesso depone una particolare lettura del suddetto *considerando*.

L'importanza di dette disposizioni, seppur esse non siano assolutamente vincolanti, risiede nella utilità che forniscono agli interpreti nel ricostruire quelli che erano gli intenti del legislatore.

Nello specifico, il testo recita “poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata”.

L'obbiettivo che si poneva il legislatore era in questo caso quello di creare un *safe harbour* in materia, sancendo che il mero proposito di compiere un'operazione non può costituire informazione privilegiata.

Il dato da cui il legislatore medesimo parte nella stesura del *considerando* è essenzialmente la corrispondenza biunivoca tra l'oggetto della decisione e l'operazione di *trading*. In conseguenza di ciò, è evidente l'estraneità di determinate figure di *insider* di se stesso da quanto descritto.

Si pensi all'amministratore delegato di un'emittente quotata, molto apprezzato dal mercato, che prende la decisione di dimettersi. Egli sa che il prezzo delle azioni diminuirà in conseguenza della propria comunicazione al mercato. Così, utilizzando la posizione di privilegio informativo di cui dispone, vende le azioni di cui dispone, lucrando sulla differenza di prezzo.

Oppure, ancora, si può pensare alla scoperta di un'innovativa tecnologia industriale che, con un ragionevole grado di probabilità, permetterà di incrementare i profitti della società, la quale, non avendo ancora comunicato la scoperta al mercato, procede ad acquistare azioni proprie, destinate inevitabilmente a crescere dopo la *disclosure*.

In questi casi, il rimprovero mosso non è ovviamente l'utilizzo del proposito di acquistare o vendere i propri titoli, ma lo sfruttamento della posizione di privilegio

informativo derivante dal proprio vantaggio posizionale nei confronti del resto degli operatori del mercato²¹⁰.

Una volta compreso ciò, si intuisce come la copertura offerta dal presente *considerando* alla fattispecie oggetto di questa tesi sia solo parziale.

Infatti, la scriminante ricavabile da tale disposizione potrebbe essere suscettibile di interpretazione restrittiva, andando a far cadere l'antigiuridicità solo di quelle condotte che sono esclusivamente la diretta concretizzazione dei propositi parloriti dall'*animus* del soggetto.

Richiamando dunque un'ipotesi scolastica, più volte affrontata dalla giurisprudenza²¹¹, in caso di offerta pubblica di acquisto, la norma in esame viene a liceizzare soltanto gli acquisti che vengano effettuati solo e soltanto in esecuzione dell'offerta medesima, cioè avvenuti necessariamente in un momento successivo alla formale pubblicazione della proposta al mercato; ricadrebbero invece al di fuori dal *safe harbour*, i rastrellamenti di titoli compiuti antecedentemente la comunicazione al pubblico dell'OPA²¹².

Parte della dottrina non ha tuttavia mancato di far notare come un'impostazione del genere sia ridondante, posto che gli acquisti di azioni avvenuti dopo la presentazione dell'offerta pubblica agli investitori risultano già scriminati dalla previsione dell'articolo 102 TUF²¹³, poiché realizzati in una fase in cui non sussiste più una posizione di privilegio informativo, decaduto necessariamente con la *disclosure*. In sostanza, si rischierebbe di svuotare la norma di qualsiasi portata precettiva²¹⁴.

²¹⁰ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, pp. 302 ss.

²¹¹ Si pensi alla sentenza della Cassazione sul caso Cremonini.

²¹² GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2019, fasc. 2, pp. 411 ss.

²¹³ Il testo dell'articolo, al comma 1, recita "La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici".

²¹⁴ MAUGERI M., *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, p. 296.

Nonostante le considerazioni appena svolte, è proprio su questo versante che si è orientata l'interpretazione in materia della corte di Giustizia dell'Unione Europea, la quale affronta la questione nel caso Spector Photo Group, che sarà oggetto di analisi più approfondita nell'ultimo capitolo del presente lavoro.

Infine, è opportuno notare che il Regolamento UE 596/2014 riprende quanto sancito dalla disposizione sopra descritta; non solo, oltre a reinserire nei *considerando* un testo simile al precedente, questa volta al numero 31, eleva a norma quanto disciplinato, inserendolo nell'articolo 9, al comma 5.

Il combinato disposto delle due disposizioni può dunque essere usato come argomento a favore dell'irrelevanza penale dell'*insider* di se stesso alla luce del nuovo regolamento in materia di *market abuse*.

Come detto, il testo del *considerando* numero 31 non differisce significativamente dal precedente corrispettivo nella direttiva del 2003²¹⁵.

Similmente, l'articolo 9, al comma 5, indica che “ai fini degli articoli 8²¹⁶ e 14²¹⁷, il semplice fatto che una persona utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari non costituisce di per sé utilizzo di informazioni privilegiate”.

²¹⁵ Il testo della disposizione cita: “Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede a una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il semplice fatto di effettuare tale acquisizione o cessione costituisca un'utilizzazione di informazione privilegiata. Le operazioni fondate sui propri piani e strategie di negoziazione non dovrebbero essere considerate un'utilizzazione di informazioni privilegiate. Tuttavia, nessuna di tali persone, fisiche o giuridiche a seconda del caso, dovrebbe essere protetta in virtù della sua funzione professionale; la protezione sarà effettiva solo se esse agiscono in modo appropriato e consono, rispettando sia le norme della loro professione sia le disposizioni del presente regolamento, vale a dire l'integrità del mercato e la tutela degli investitori. Si può comunque ritenere che si sia verificata una violazione quando l'autorità competente stabilisce che sussiste una motivazione illegittima alla base di tali operazioni, ordini di compravendita o condotte, o che la persona ha utilizzato informazioni privilegiate”.

²¹⁶ L'articolo 8 del MAR contiene la nozione di abuso di informazioni privilegiate.

²¹⁷ L'articolo 14 del MAR dispone il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, nonché il divieto di *tuyantage*.

Anche nella nuova disciplina, in ultima analisi, il tema dell'*insider trading* di se stessi viene affrontato solo superficialmente, e le diverse interpretazioni, in assenza di una chiara decisione del legislatore, sembrano entrambe degne di credito.

Resta, però, come dato concreto, l'interpretazione delle disposizioni offerta dalla giurisprudenza, che sembra voler ridurre l'area di non punibilità offerta dalle norme appena richiamate, nel senso diametralmente opposto rispetto a quanto professato dalla dottrina maggioritaria.

Ciò avviene nell'ottica di dare attuazione a quella che viene indicata come la ratio del legislatore, ossia preservare il corretto funzionamento del mercato e massimizzare la fiducia che gli investitori ripongono in esso.

5. Un ulteriore argomento scriminante: il profilo del merito economico

La nozione di “merito economico” si riferisce alla legittimità giuridica del comportamento di chi, elaborato un progetto economico, proceda a compiere operazioni finanziarie in funzione della realizzazione del medesimo, consapevole delle fluttuazioni che i titoli azionari che ha negoziato inevitabilmente subiranno nel corso del tempo.

Il guadagno ottenuto dall'elaborazione e conseguente messa in atto delle operazioni è dunque meritevole di lode, poiché l'operatore si sobbarca gli oneri, i costi e, soprattutto, i rischi connessi.

La rilevanza della teoria in esame in merito alla fattispecie dell'*insider* di se stesso discende da una forma di estremizzazione della stessa, in quanto all'ideatore della notizia privilegiata è possibile attribuire una sorta di monopolio informativo, con la conseguenza di render lecito il vantaggioso sfruttamento sui mercati²¹⁸.

²¹⁸ PARDOLESI R., MOTTI C., “L'idea è mia”: lusinghe e misfatti dell'economics of information, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1990, p. 348.

Ancor più in là è andata parte della dottrina²¹⁹, affermando l'effetto remunerativo che avrebbe l'accoglimento di un'impostazione del genere sulla gestione societaria, posto che potrebbe fungere da stimolo, per gli amministratori, all'innovazione costante²²⁰.

Tuttavia, è innegabile come tale concetto di merito economico sia eccessivamente dilatato, andando ad affiancarsi ad ipotesi di *insider* di se stessi che nulla hanno di meritevole.

In proposito, sulla distinzione tra ciò che è meritevole e ciò che invece non lo è, la dottrina ha posto l'accento sulla differenza tra i cosiddetti "fatti gestionali interni" ed i progetti economici frutto dell'elaborazione della società, ritenendo solo questi ultimi affiliabili all'attributo meritocratico²²¹.

I primi, infatti, attenendo a vicende gestionali, possono essere qualificate essenzialmente come fatti od eventi già realizzatisi, uscendo così dall'ambito dell'*insider trading* di se stesso²²².

Occorre notare altresì come non tutti i propositi dei soggetti *insider* siano classificabili come meritevoli, anche qualora non si siano già tramutati in fatti. Si pensi al caso dell'amministratore che decida di dimettersi. In tale occasione, non vi è alcuna elaborazione di progetto od analisi di dati che possano ritenersi degni di tutela²²³.

²¹⁹ È il pensiero di MORGAN R.J., *Insider trading and The Infringement of Property Rights*, 48, *Ohio State Law Journal*, 79, 1987.

²²⁰ Critico, sul punto, SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, pp. 32 ss.

²²¹ SEMINARA S., *Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. Pen.*, 1998, p. 546 s.

²²² TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 293 s.

²²³ Secondo TRIPODI A.F., *Idem*, p. 296 in nota, è possibile, con una leggera forzatura, rinvenire anche in questo caso un profilo parassitario del profitto. L'amministratore può infatti prendere la decisione di dimettersi solo in quanto organo di vertice della società, traendo dunque un illegittimo vantaggio posizionale dall'ente di appartenenza. Lo stesso autore fa' però notare come, nel valutare la "parassitariet " di un progetto, bisognerebbe prescindere dalla funzione rivestita dal soggetto, e avere invece riguardo all'insieme delle circostanze. Diverso sarebbe infatti il caso dell'acquisto di azioni della societ  da parte dell'amministratore in pendenza di offerta pubblica d'acquisto, essendo li lampante come l'organo di vertice stia sfruttando in maniera illegittima e parassitaria una decisione assunta s  personalmente, ma in nome e per conto dell'ente, ricadendo dunque al di fuori dell'area dell'*insider* di se stesso.

Appare dunque immediato constatare come la copertura offerta dalla teoria del merito economico al *self insider* sarebbe soltanto parziale e tutt'altro che risolutiva, spostando per di più il problema su un piano prettamente legato alla meritevolezza della decisione assunta, laddove rileva come il concetto di "informazione", fondamentale per ricostruire la punibilità della fattispecie, risulta neutro in tal senso, "privo di qualsiasi connotato assiologico"²²⁴.

A conferma ulteriore di quanto detto, si noti come la condotta dell'*insider* criminale, nel lasciar intendere come le condotte poste in essere dall'*insider* di se stesso siano generalmente lecite, si connota per il carattere in sé illegittimo ed illegale della informazione, ribadendo così la neutralità della disposizione generale di abuso di informazioni privilegiate in punto di meritevolezza dell'operazione economica²²⁵.

In ultima analisi, la teoria del merito economico risulta insufficiente a dirimere la questione sulla punibilità dell'*insider* di se stesso, pur riconoscendo i meriti da attribuire alla valorizzazione della ratio che sta alla base dell'incriminazione per abuso di informazioni privilegiate.

6. L'*insider* di se stesso ed il principio di materialità del reato

Un'altra tesi a sostegno della liceità penale dell'*insider trading* di se stesso si basa sul principio di materialità del reato, sintetizzato dall'espressione latina "*cogitationis poena nemo patitur*"²²⁶.

Tale assunto del diritto penale richiede che un fatto, per essere perseguibile, sia verificabile, ovvero frutto della esteriorizzazione da parte del soggetto agente, che lo concretizza in un fatto umano con una precisa collocazione spazio-temporale nel

²²⁴Cit. di TRIPODI A.F., *op. cit.*, p. 294.

²²⁵ Sul punto, NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 661 s.

²²⁶ Il significato del brocardo è letteralmente "nessuno può patire una pena per i propri pensieri". MANTOVANI F., *Diritto penale parte generale*, Padova, nona edizione, 2015, pp. 119 ss., lo esprime sotto la formula "*nullum crimen sine actione*".

mondo sensibile. In assenza di tale materializzazione, il pensiero non assumerebbe il carattere dell'antigiuridicità, non essendo empiricamente rilevante e, conseguentemente, incapace di offendere alcuno²²⁷.

Analizzando l'abuso di informazioni privilegiate, la fattispecie generale soddisfa il principio di materialità, poiché lo sfruttamento dell'elemento immateriale, costituito dall'informazione, si concretizza nell'operazione di *trading* compiuta o in altra condotta rilevante.

Viceversa, l'*insider non trading* presenta problemi in tal senso, consistendo l'ipotesi in esame nel comportamento del soggetto che, in possesso di un'informazione privilegiata, scelga di non agire sui mercati. Una criminalizzazione di detta condotta omissiva sarebbe inaccettabile in un moderno ordinamento penale, sia poiché determinerebbe un illogico obbligo di sfruttare la notizia sul mercato, sia poiché essa si presenterebbe necessariamente in contrasto con il principio di materialità di cui in esame²²⁸.

Sulla scia di quanto detto, è possibile dimostrare, secondo parte della dottrina, la liceità della condotta dell'*insider* di se stesso, poiché si ricadrebbe in eccesso di interiorizzazione²²⁹.

Si consideri infatti che già per la fattispecie generale è complesso dimostrare l'effettiva incidenza che l'informazione privilegiata ha avuto sull'*animus decidendi* dell'*insider*, poiché frutto di un proposito meramente interno alla psicologia di quest'ultimo; nonostante ciò, l'*insider trading* è attualmente considerato in linea con il principio di materialità, essendo l'operazione svolta il dato tangibile nel mondo esterno dell'utilizzazione del privilegio informativo, che altrimenti sarebbe rimasto fatto meramente interno.

²²⁷ Sul principio di materialità, si consiglia FIANDACA G., MUSCO e., *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2014, pp. 180 ss.

²²⁸ BARTULLI A., ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (l. 17 maggio 1991 n. 167)*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 644. Molto diverso, secondo MANNO M.A., *Profili penali dell'insider trading*, Milano, 2012, p. 140, è il caso in cui il soggetto, avendo già predisposto un'operazione di *trading*, scelga di non portarla a termine una volta venuto in possesso di un'informazione privilegiata inerente agli strumenti negoziati.

²²⁹ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 330.

Il problema è più complicato per l'*insider* di se stesso, dovendosi ricostruire non solo l'utilizzazione dell'informazione, ma anche la stessa esistenza di quest'ultima, stante il fatto che questa si risolverebbe in un proposito generato dall'agente stesso e destinato a restare nella sfera interna dell'*insider*.

Il dover verificare la sussistenza di tale proposito rappresenta proprio quell'eccesso di interiorizzazione che la tesi qui riportata critica; tuttavia, l'assunto di fondo da cui parte risulta essenzialmente viziato.

È infatti noto come il concetto di "*insider* di se stesso" sia idoneo a ricomprendere due fattispecie molto diverse fra loro, ovvero, da un lato, il caso della persona fisica che agisca sul mercato sfruttando il privilegio informativo dato dal proposito da egli stesso generato, e dall'altro, il caso della persona giuridica che operi sul mercato ponendo alla base di tali negoziazioni una propria decisione.

Tale diversità si riflette anche sulla differente *probatio* richiesta per configurare la punibilità della condotta. Se infatti è necessario accertare sia l'esistenza dell'informazione che il suo effettivo sfruttamento nell'ipotesi dell'amministratore che sfrutti la propria decisione di dimettersi per lucrare sui titoli della propria società, lo stesso non può dirsi nel secondo caso, essendo l'organo gestionale dell'emittente composto necessariamente da persone fisiche, la cui collaborazione si concretizza ed è tangibile nella decisione formalmente assunta, frutto di una deliberazione interna all'organo, ma esterna alle persone fisiche che lo compongono.

Nel caso in cui, anziché da un organo pluripersonale, la società sia gestita da un amministratore unico, vi è ovviamente coincidenza fra l'organo e la persona, con la conseguenza che per esteriorizzazione può essere intesa solo la *disclosure* al pubblico delle decisioni assunte²³⁰.

In ultima analisi, ed in via intermedia tra le esigenze di scongiurare qualsiasi sfruttamento indebito di informazioni privilegiate da un lato, e la spinta liceizzante di condotte *dell'insider* di se stesso, si ritiene che perché venga rispettato il principio di materialità ed evitare l'eccesso di interiorizzazione, sia necessaria un'oggettivizzazione della condotta che, altrimenti rimarrebbe meramente

²³⁰ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 330 s.

un'intenzione. In mancanza di tale fase concreta, di tale materializzazione di un proposito interno, non può sussistere alcuna fattispecie penale, men che meno un soggetto può essere incriminato per *insider trading*.²³¹

7. Argomenti a sostegno della punibilità: l'articolo 8 comma 5 del MAR

Appare opportuno, una volta esaurita la trattazione degli argomenti che sostengono la non rilevanza penale della condotta dell'*insider* di se stesso, elencare gli elementi che la dottrina contraria utilizza per fondare la propria tesi dell'antigiuridicità del fatto.

Essi possono riassumersi essenzialmente in tre assunti: la lettura dell'articolo 2, comma 2, della direttiva 2003/6/CE, trasposto successivamente nell'articolo 8, comma 5, del regolamento UE numero 596/2014; la figura del criminal *insider*; il cosiddetto *safe harbour* dell'articolo 183 TUF.

Con riferimento alla prima argomentazione presentata, l'articolo 8, al comma 5, del MAR, dispone che “Quando una persona è una persona giuridica, il presente articolo si applica, conformemente al diritto nazionale, anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di effettuare l'acquisto, la cessione, la cancellazione o la modifica di un ordine per conto della persona giuridica in questione”.

Rilevante, in questo caso, è l'utilizzo della congiunzione coordinante “anche”, che, assente nella direttiva del 1989, fu inserita per la prima volta dalla direttiva del 2003 e successivamente ripresa dal regolamento del 2014.

Ciò ha dunque indotto parte della dottrina a ritenere presente, a meno di non voler considerare pleonastico l'utilizzo della congiunzione, un riferimento alla figura

²³¹ TRIPODI A.F., *op cit.*, p. 333, riporta in proposito l'esempio delle dimissioni dell'amministratore delegato: in tal caso, l'oggettivizzazione del dato “dimissioni” avviene con la comunicazione all'ente della volontà di procedere in tal senso. Di conseguenza, la fase a rischio – reato inizia da quel momento e termina non appena la comunicazione viene effettuata al pubblico ai sensi dell'articolo 114 TUF.

dell'*insider* di se stesso²³², qualora ad operare sia l'agente come organo della persona giuridica, e non quando operi in nome proprio.

Due sono le obiezioni sollevate a tale lettura dell'articolo.

La prima la si riscontra con il mancato coordinamento con il *considerando* numero 31 del MAR, precedentemente *considerando* 30 della direttiva del 2003²³³; il secondo contrasto si deve all'eventuale ingiustificabile disparità di trattamento tra l'*insider*-persona e l'*insider*-organo societario.

Tale distinzione, oltre a non avere fondamento giuridico, è assolutamente irragionevole, di conseguenza deve dedursi che, più probabilmente, la disposizione, col tema dell'*insider* di se stesso, c'entri poco o nulla, non essendovi alcun riferimento all'informazione che viene utilizzata, ma solo una previsione giuridica inerente alle informazioni privilegiate generate dalle persone giuridiche²³⁴.

²³² SEMINARA S., *Disclosure or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, p. 349.

²³³ Di tale *considerando*, già affrontato precedentemente, si parlerà altresì *infra*, nel capitolo 4, paragrafo 10.

²³⁴ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 306.

8. L'*insider* criminale: un esempio di *insider* di se stesso punito esplicitamente dal TUF

L'articolo 184 TUF aggiunge agli *insiders* primari nel novero dei soggetti attivi anche i cosiddetti *criminal insiders*, le cui medesime condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage* sono caratterizzate da un elemento tipizzante, ossia l'oggetto dell'informazione privilegiata, o per meglio dire il legame che unisce l'agente al possesso del dato *price sensitive*, sancito dall'espressione "a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose".

In proposito si è già avuto modo di esaminare la figura²³⁵ da un punto di vista generale dell'istituto. Rivedendola però alla luce delle riflessioni svolte sul *self insider*, sorge qualche dubbio che è opportuno affrontare.

Una esplicita incriminazione di tale figura fornisce indicazioni ambigue quando si analizza la figura dell'*insider* di se stesso²³⁶.

È infatti indubbio che il soggetto che è in possesso di un'informazione privilegiata a motivo della preparazione di attività delittuosa è colui che genera la notizia. Una volta assunto ciò, si può procedere essenzialmente in due direzioni.

Da un lato, c'è chi fa notare come l'esplicitata punibilità di tali soggetti possa essere interpretata come intento del legislatore di non attribuire rilevanza alla figura dell'*insider* di se stesso²³⁷.

Se, infatti, fosse punibile qualsiasi condotta riconducibile allo schema del *self insider*, non avrebbe avuto senso una previsione normativa specifica²³⁸, la quale per altro non prevede alcuna differenza quantitativa o qualitativa nella sanzione. Così,

²³⁵ Si veda in proposito il capitolo 2, paragrafo 20.

²³⁶ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 295.

²³⁷ NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, p. 661 s., nonché AMATIE., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 123, e SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 25.

²³⁸ Si veda, sul punto, MORELLO A., *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 13.

assume rilevanza penale la condotta dell'*insider* di se stesso solo ove essa sia motivata e fondata su di una notizia acquisita a motivo della preparazione di attività delittuose o criminali²³⁹.

D'altra parte, autorevole dottrina evidenzia come la volontà del legislatore nel criminalizzare l'*insider* criminale potesse essere quella di dare espressamente risalto ad una fenomenologia la cui offensività presentasse connotati di gravità estremamente importanti²⁴⁰.

Non è ignoto, sul punto, che la fattispecie sia nata a seguito di condotte terroristiche che, oltre agli incalcolabili danni in termini di vite umane, hanno sconvolto i mercati e l'economia, considerando altresì come si siano verificati, nei giorni precedenti gli attentati, episodi di *trading* piuttosto sospetti e vantaggiosi per coloro in possesso dell'informazione privilegiata-criminale.

Ulteriore profilo a cui si ricollega la figura del *criminal insider* è quella del merito economico, di cui si sono già delineati i tratti generali²⁴¹.

In merito, è indubbio come non si presenti alcun profitto di tipo parassitario per tali soggetti, rafforzando la tesi che vedrebbe inconcludente una distinzione tra condotte che presentano profili di meritevolezza dal punto di vista economico e condotte che ne sono invece sprovviste ai fini di una determinazione sulla rilevanza penale del *self-insider*. Questo poiché la punibilità il *criminal insider* si giustifica sulla base della illiceità intrinseca della fonte della notizia, prevalendo anche sulla natura non parassitaria del profitto conseguito²⁴².

²³⁹ SEMINARA S., *Disclosure or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, p. 349.

²⁴⁰In materia, TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 307.

²⁴¹ Si rimanda al paragrafo 5 del presente capitolo.

²⁴² TRIPODI A.F., *op. cit.*, p. 297

9. Il cosiddetto *safe harbour*: l'articolo 183 TUF e le esenzioni

Un ulteriore argomento utilizzato per dimostrare la rilevanza penale delle condotte poste in essere dall'*insider* di se stesso è ricavato, *a contrario*, da una chiave di lettura dell'articolo 183 TUF, rubricato "esenzioni", contenente due clausole di esclusione dell'antigiuridicità.

Esso concretizza il cosiddetto *safe harbour* di derivazione comunitaria, ovvero letteralmente un "porto sicuro", costituito da un'area di liceità delle condotte qualora svoltesi entro determinati confini.

Le previsioni contenute nell'articolo riguardano due categorie di operazioni, ovvero, in primo luogo, quelle compiute nell'interesse dell'economia pubblica ed in ambito di gestione monetaria, ed, in secondo luogo, agli acquisti di azioni proprie, se effettuati entro i limiti stabiliti dall'articolo 5 del MAR.

La prima ipotesi riguarda dunque una sorta di "stato di necessità degli organi pubblici", parallelo a quanto stabilito dall'articolo 54 del Codice penale, che dovrebbe dunque riguardare esclusivamente le operazioni strettamente necessarie e funzionali agli ambiti della politica economica e monetaria degli stati.

Il caso che più rileva in merito alla questione dell'*insider* di se stesso è quello della lettera b), riguardante la negoziazione di azioni proprie dell'emittente, fattispecie astrattamente idonea a configurare il reato di abuso di informazioni privilegiate, ma che, qualora sia contenuta entro i limiti sanciti dall'articolo 5 del regolamento UE sugli abusi di mercato, risulta assimilabile all'istituto giuridico dell'esercizio di un diritto, regolato dal Codice penale all'articolo 51²⁴³.

In proposito, tuttavia, si segnala come non sia possibile ritenere sufficiente per dimostrare l'illiceità penale delle condotte di *insider trading* di se stessi quanto rilevabile dalla lettura dell'articolo 183 TUF, e ciò per due ordini di ragioni.

²⁴³ SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p 39 s.

Innanzitutto, perché il *considerando* 2 del regolamento CE numero 2273 del 2003 dispone che “Le attività di negoziazione di azioni proprie nell’ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie e le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario che non beneficiano della deroga ai divieti di cui alla direttiva 2003/6/CE, ai sensi dell’articolo 8 della stessa direttiva, non devono di per sé essere considerate come configuranti abusi di mercato”, permettendo di negare qualsiasi automatismo in merito alla qualificazione delle condotte non ricadenti nell’area del *safe harbour* come illecite.

Altresì, si ricorda come tra i casi esclusi non necessariamente vadano inseriti i casi di notizia generata dallo stesso soggetto che poi ne sfrutta la componente *price sensitive* sui mercati, ma è allo stesso modo possibile farvi ricadere anche le semplici condotte tradizionali di *insider trading* in cui è presente l’alterità dell’agente rispetto alla fonte dell’informazione²⁴⁴.

In conclusione, si evidenzia come nessuno degli argomenti addotti a sostegno della tesi sull’antigiuridicità del fatto commesso dal *self insider* sia inequivocabilmente risolutivo sul tema.

²⁴⁴ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, pp. 309 ss.

10. Focus sui soggetti attivi: il socio *insider* di se stesso

Prima di completare l'esame delle argomentazioni a sostegno o a sfavore della liceità delle condotte dell'*insider* di se stesso, appare opportuno esaminare due delle principali figure del fenomeno, a volte trascurate dalla dottrina²⁴⁵.

La prima è quella del socio che compia operazioni di *trading* sui titoli quotati della emittente di cui è azionista, sfruttando l'informazione privilegiata di cui è in possesso in ragione della sua qualità di *insider* primario, costituita dal suo proposito di voto in assemblea.

Per quanto rappresenti uno dei casi meno statisticamente rilevanti, è indubbio, infatti, come il voto determinante in alcune delibere assembleari di particolare importanza possa condizionare la determinazione del prezzo dei titoli azionari dell'ente: si pensi alla nomina o revoca dei componenti del consiglio di amministrazione, alla distribuzione di utili e dividendi, ad aumenti o riduzioni del capitale sociale ed a simili decisioni il cui impatto sul valore delle quotazioni è tutt'altro che indifferente.

Tale questione si avverte soprattutto in relazione al socio di maggioranza, o comunque detentore di una partecipazione rilevante, poiché le sue intenzioni di voto sono in grado di condizionare l'esito delle assemblee; tuttavia, non si esclude possa applicarsi anche al soggetto che detenga quote di capitale minoritarie, qualora venga ad assumere la posizione di "ago della bilancia" fra due fazioni contrapposte²⁴⁶.

In questo caso, come nei precedenti, occorre valutare meticolosamente la fattispecie, al fine di trovare la presenza di profili di meritevolezza di tutela, o, viceversa, di rimproverabilità e, dunque, applicabilità della sanzione.

Escludere la punibilità di siffatte situazioni rischia di permettere al socio di monetizzare sul mercato i propri propositi di voto, operando uno sfruttamento della propria posizione di privilegio informativo, anche in danno agli altri azionisti ed alla società.

²⁴⁵ Si suggerisce, in merito, LOMBARDO S., *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, p. 165.

²⁴⁶ GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2019, fasc. 2, p. 420.

Ciò si manifesta anche in ottica di prevenzione di condotte di “*empty voting*”²⁴⁷, ovvero il voto del socio che sia legittimato al voto assembleare nonostante abbia già ceduto la propria partecipazione, le quali provocano una distorsione degli equilibri assembleari, disincentivando gli azionisti ad esercitare i propri diritti di voto e causando disfunzioni sul piano della governance interna dell’emittente.

In proposito, giova ricordare come il diritto societario sia già dotato di strumenti finalizzati a contrastare fenomeni simili, essendo possibile ritenere in conflitto di interessi il voto di chi abbia effettuato operazioni sui titoli dell’emittente, specie se in ottica ribassista, con la conseguente possibilità di impugnazione della delibera²⁴⁸.

Appare tuttavia legittimo, nel caso di specie, interpretare estensivamente e con maggior rigore la disciplina dell’abuso di informazioni privilegiate, poiché affermare il contrario priverebbe i tribunali di un’arma dissuasiva particolarmente efficace²⁴⁹.

²⁴⁷ L’espressione è traducibile con “voto in assenza di interesse economico”. Sul punto, si veda HU H., BLACK B., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *South. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss.

²⁴⁸ GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella S.p.A.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 191 ss. Si consiglia anche SCANO A.D., *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 181.

²⁴⁹ In questo senso, VENTORUZZO M., *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2018, fasc. 6, p. 750.

11. L'amministratore delegato *insider* di se stesso

Uno dei soggetti che più facilmente può, con un proprio proposito, influenzare la formazione del prezzo degli strumenti finanziari dell'ente è chiaramente un componente dell'organo direttivo.

Non è indubbio, infatti, come questi soggetti segnino con le proprie decisioni il destino della società che amministrano, sia in senso positivo che in negativo.

E ciò si verifica anche qualora intervengano decisioni personali dell'agente, come dimissioni, trasferimenti ad altre imprese, vicende giudiziarie o altri casi simili, che possono avere riflessi anche importanti sull'andamento dei titoli dell'ente, con la conseguente possibilità, per il soggetto che conosce in anticipo la ragionevole probabilità di verificazione di tali eventi, di poterle vantaggiosamente sfruttare.

Proprio per questo, un ultimo caso da affrontare è quello scolastico dell'amministratore delegato il quale, una volta assunta per qualsivoglia motivo la decisione di terminare il proprio rapporto con la società, vende la propria partecipazione azionaria prima di comunicare la notizia al mercato, lucrando sull'inevitabile calo delle quotazioni.

In proposito, due sono essenzialmente le alternative. Per certi versi, i doveri fiduciari dell'amministratore verso la società in prima battuta, e verso gli azionisti in via mediata, suggeriscono un'interpretazione più restrittiva delle norme in materia di *insider trading*, vista la difficile giustificabilità dello sfruttamento di un'informazione privilegiata, anche se dallo stesso soggetto generata, in danno di quegli stessi azionisti di cui doveva curare gli interessi²⁵⁰.

D'altra parte, una soluzione diversa sarebbe maggiormente da favorire qualora l'obiettivo dell'amministratore non fosse quello di aumentare i profitti, ma di minimizzare una perdita, come nel caso delle *stock options* dallo stesso detenute.

In tal caso, il soggetto avrebbe una sorta di interesse meritevole di tutela, essendo stato, ovviamente non in maniera esclusiva, egli stesso a garantire una stabilità del valore di tali azioni, che rischierebbero di divenire carta straccia al momento della

²⁵⁰ Dello stesso avviso VENTORUZZO M., *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2018, fasc. 6, p. 750 s.

verificazione dell'evento "dimissioni". Da questo deriverebbe la facoltà dell'amministratore di monetizzare il proprio operato, senza per ciò incorrere nella sanzione prevista per l'*insider trading*.

Viceversa, qualora fosse ravvisabile il fine speculativo nelle operazioni dell'agente, una soluzione positiva al problema della punibilità sarebbe da preferire.

Ciò si verificherebbe ad esempio nel caso dell'assunzione di una cosiddetta *short position* sulle azioni interessate²⁵¹, poiché in tal caso l'amministratore trarrebbe un profitto ulteriore proprio tramite lo sfruttamento dell'informazione privilegiata inerente la propria volontà di dimettersi²⁵².

²⁵¹ Le *short sellings*, in italiano vendite allo scoperto, sono una meccanica tipica del mercato borsistico, in cui il *seller* scommette su una caduta del prezzo dello strumento negoziato. Si parla di *covered short sellings* quando il venditore è realmente in possesso degli strumenti finanziari, come nel su riportato caso dell'amministratore. Viceversa, ci si trova in presenza di *naked short selling* quando tali titoli non sono posseduti direttamente dal venditore, ma presi in prestito dietro pagamento di un corrispettivo, con l'obbiettivo di riacquistarli in seguito alle fluttuazioni in senso negativo del mercato del mercato, ricavandovi un margine di profitto. In merito, si suggerisce ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., GORDON J.N., MAYER C., PAYNE J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, p. 194 ss.

²⁵² In merito, GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2019, fasc. 2, p. 422.

CAPITOLO 4

L'EVOLUZIONE DELLA GIURISPRUDENZA INTERNA ED EUROPEA

1. Premessa

È possibile analizzare adesso il nodo centrale della questione: è punibile il soggetto che sfrutta sui mercati, operando, comunicandola ad altri od utilizzandola per suggerimenti, un'informazione privilegiata di cui è egli stesso il creatore?

Nel capitolo precedente si è visto come centrale nella questione è il significato da attribuire al termine informazione, stante la possibilità che questo venga inteso come “trasferimento” di materiale conoscitivo da un soggetto ad un altro, o, viceversa, che venga inteso come conoscenza in senso puro e svincolato da qualsivoglia interazione con l'esterno.

In quest'ultimo capitolo, l'analisi si concentrerà sull'applicazione giurisprudenziale della fattispecie astratta al caso concreto. I precedenti illustri sono per la verità pochi, e tutt'ora la sentenza più importante, riguardante il caso Cremonini, è oggetto di discordia tra i sostenitori dell'una o dell'altra tesi.

2. La prima giurisprudenza comunitaria: il caso Georgakis

La vicenda in questione rappresenta uno dei primi casi di *insider trading* ad essere posti al vaglio della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, e rileva in quest'analisi poiché, incidentalmente, affronta la questione dell'*insider trading* di se stesso nella sua rilevanza penale.

I fatti oggetto della decisione si riferiscono ad alcune operazioni finanziarie, svoltesi nel 1996, riguardanti i titoli delle società Parnassos e Atemkéé.

Dalle indagini effettuate dall'Autorità dei mercati greca, era emerso un accordo fra i membri del gruppo Georgakis diretto a sostenere artificialmente il corso del titolo Parnassos, in un periodo in cui lo stesso manifestava tendenze ribassiste.

Nello specifico, i soggetti avevano realizzato diverse operazioni di vendita e acquisto incrociate sulle azioni, senza mai immettere le stesse sul mercato, concordate preventivamente al fine di “provocare un artificioso aumento del volume degli scambi del titolo Parnassos per fornire un quadro fittizio del suo valore, non corrispondente a quello che sarebbe stato raggiunto senza tali operazioni artificiose”²⁵³.

La Corte fu dunque chiamata a dirimere la questione inerente al possesso o meno, in capo ai membri del gruppo, di un'informazione privilegiata, consistente nell'accordo preso riguardante la volontà di sostenere artificialmente le quotazioni di titoli mediante transazioni incrociate fra gli stessi, nonché l'effettivo sfruttamento del privilegio informativo in oggetto, posto che il *considerando* numero 12 della direttiva 89/592 richiede non solo il possesso, ma anche uno sfruttamento della notizia.

Il caso giunse al cospetto dei giudici comunitari nel 2006, poiché era dubbia l'interpretazione degli articoli 1-4 della direttiva europea 89/592.

Nonostante fosse già entrata in vigore la direttiva MAD 6/2003, gli imputati vennero giudicati secondo la normativa previgente, in quanto in vigore all'epoca dei fatti commessi, rispettando i principi propri del diritto penale.

La corte, non mancando di far notare come lo scopo ultimo della direttiva è quello di garantire un efficiente funzionamento del mercato e salvaguardare la fiducia

²⁵³ Corte Di Giustizia Europea (Terza Sezione) 10 maggio 2007, procedimento C-391/04, Punto 19.

di quanti vi operano²⁵⁴, inizia sancendo come un'operazione finanziaria suggerita da un consulente non possa in alcun caso essere considerata informazione privilegiata, escludendo altresì dal novero degli *insiders* primari gli imputati.

Tuttavia, la stessa evidenza come “risulta che la decisione dei membri del gruppo Georgakis di sostenere il titolo Parnassos ha sancito una posizione comune all'interno di tale gruppo in merito alle transazioni da effettuare tra i suoi membri per aumentare artificiosamente il corso dei valori mobiliari della Società Parnassos. Il fatto di conoscere l'esistenza di una decisione del genere nonché il suo contenuto costituisce, per quanti hanno partecipato alla sua adozione, un'informazione privilegiata ai sensi dell'art. 1, n. 1 della direttiva 89/592”²⁵⁵.

Spicca dunque la definizione del concetto di informazione privilegiata data dai giudici, ampliata fino a ricomprendere una concordata strategia finanziaria da parte degli stessi soggetti che quel patto, e quindi quell'informazione, hanno creato. Di conseguenza, ciò che se ne trarrebbe è un'astratta configurabilità dell'illecito penale commesso dall'*insider* di se stesso.

Con riferimento al caso di specie, tuttavia, non venne rilevato alcuno sfruttamento dell'informazione privilegiata, posto che, per assicurare il buon funzionamento del mercato, è necessario uno squilibrio informativo fra le parti, non riscontrabile quando le parti operano in virtù di un accordo da essi stessi prodotto, che ha posto gli aderenti al progetto in una posizione di assoluta parità conoscitiva²⁵⁶.

È da evidenziare, di conseguenza, come un'informazione in astratto qualificabile come privilegiata abbia perso il proprio carattere al momento dell'utilizzazione²⁵⁷.

Resta indubbio come il comportamento di chi fissi artificiosamente i prezzi degli strumenti finanziari mediante operazioni che sono pressoché simulate sia idoneo, ai sensi della normativa attuale, a fondare un'incriminazione per il reato di manipolazione di mercato.

²⁵⁴ Corte Di Giustizia Europea (Terza Sezione) 10 maggio 2007, procedimento C-391/04, Punto 38.

²⁵⁵ Corte Di Giustizia Europea (Terza Sezione) 10 maggio 2007, procedimento C-391/04, Punto 33.

²⁵⁶ Corte Di Giustizia Europea (Terza Sezione) 10 maggio 2007, procedimento C-391/04, Punto 39.

²⁵⁷ Sul punto, TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: "utilizzo (implicito) della notizia" e presunzione d'offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 73.

Ed invero, la Corte non ha mancato di far notare come ciò sarebbe stato possibile già con la direttiva 6/2003²⁵⁸. Tuttavia, in diritto penale, vige il principio *nullum crimen sine poena, nulla poena sine lege*²⁵⁹.

²⁵⁸ In proposito, i giudici evidenziavano, al punto 43, come “la necessità di assicurare la trasparenza delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione all’interno di un emittente di valori e, se del caso, da persone che sono loro strettamente legate non figurava, come tale, nella direttiva 89/592, mentre si evince dal quindicesimo, dal ventiseiesimo e dal ventisettesimo “considerando” della direttiva 2003/6 che, in quanto misura preventiva contro gli abusi di mercato, la nozione di trasparenza è stata inclusa nell’ambito comunitario relativo alla tutela dei mercati degli strumenti finanziari mediante l’adozione, nel 2003, di quest’ultima direttiva, la quale, al momento della sua entrata in vigore, ha abrogato la direttiva 89/592”.

²⁵⁹ Per un approfondimento generale su tale principio, si suggerisce FIANDACA G., MUSCO e., *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2014.

3. Il caso Spector Photo Group: sfruttamento dell'informazione privilegiata

Il caso Spector Photo Group prende le mosse dall'omonima società quotata con sede in Belgio, la quale è stata messa sotto processo per *insider trading* nel 2006.

Essa, in particolare, dopo aver informato l'*Euronext Bruxelles*, procedeva ad acquistare, in un periodo compreso tra il 28 maggio ed il 30 agosto 2003, oltre 27000 azioni proprie, la maggior parte delle quali nei giorni compresi tra l'11 ed il 13 agosto, al valore medio di 9,97euro. A seguito della comunicazione al mercato di notizie favorevoli in merito ai risultati di gestione ed alla propria politica economica, la società vide aumentare il valore dei propri titoli, fino a raggiungere i 12,50 euro il giorno 31 dicembre del 2003.

Il 29 novembre del 2006, la CBFA²⁶⁰, ovvero l'autorità di vigilanza belga, decise di sanzionare la società ed il membro del consiglio di amministrazione che aveva materialmente eseguito le operazioni per *insider trading*.

Gli imputati appellarono la decisione, portandola innanzi alla Corte d'Appello di Bruxelles, i componenti della quale decisero di devolvere la controversia alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, sottoponendo al sindacato del giudice comunitario due questioni pregiudiziali.

La prima riguardava un'asserita incompatibilità tra la normativa belga e quella comunitaria in materia di abuso di informazione privilegiata. Il punto di contrasto veniva individuato nella mancata richiesta, nella disciplina nazionale, di un vincolo tra informazione ed operazione, costituito dallo sfruttamento della prima al fine di compiere la seconda²⁶¹. Nello specifico, era dubbio se la direttiva comunitaria fosse idonea ad escludere qualsiasi disposizione legislativa locale contrastante.

²⁶⁰ L' acronimo sta per *Commission Bancaire, Financière et des Assurances*, Commissione per il settore bancario, finanziario e assicurativo.

²⁶¹ In proposito, l'articolo 25 n.1 della *Belgish Staatsblad*, nella versione vigente al tempo dei fatti, stabiliva che "È fatto divieto a chiunque disponga di informazioni, di cui sa, o dovrebbe sapere, che si tratta di informazioni privilegiate di acquisire o alienare, oppure cercare di acquisire o di alienare, per proprio conto o per conto di altri, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari a cui siffatte informazioni si riferiscono, o strumenti finanziari a questi collegate".

La seconda, che assume un'importanza maggiore ai fini dell'analisi sul tema oggetto di questo lavoro, riguardava una possibile applicazione del meccanismo presuntivo presente per cui “il semplice fatto che una persona, ai sensi dell'art. 2, [n. 1], primo comma, dispone di informazioni privilegiate, acquisisca o ceda, o cerchi di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono comporti automaticamente che questa persona fa uso di dette informazioni privilegiate”²⁶².

Detto in altri termini, occorre verificare se la condotta di *insider trading*, per assumere rilevanza penale, debba altresì connotarsi per un elemento psicologico ulteriore consistente nella *mens rea*, o se invece tale assunto non sia necessario, ricadendo l'agente in una sorta di responsabilità oggettiva ricostruita mediante presunzioni legali.

La Corte, per trovare una risposta al quesito, inizia ripercorrendo la ratio legislativa fondante l'emanazione della direttiva 2003/6, identificandola essenzialmente nella volontà di colmare alcune lacune lasciate insolute dalla direttiva precedente, la 89/592²⁶³.

In proposito, la corte specifica che la consapevolezza non è uno degli elementi richiesti in capo all'agente ai fini della configurazione del reato, essendo necessario soltanto un utilizzo delle informazioni privilegiate di cui sono in possesso in virtù della posizione o qualifica ricoperta. Per di più, non è richiesto neppure un dolo specifico nell'animus del soggetto, non essendo prevista la necessità di un fine speculativo o criminoso in sé²⁶⁴.

Inoltre, il giudice fa notare come il testo dell'articolo 2, al comma 1, recepisca una nozione oggettiva dell'abuso di informazioni privilegiate, basato sulla sostituzione del verbo “sfruttare”, presente nei lavori preparatori, col verbo “utilizzare”, posto che

²⁶² Dalle richieste sottoposte dalla Corte d'Appello di Bruxelles alla Corte Europea di Giustizia, 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Punto 23 n.2. Per un'analisi più approfondita della decisione, si suggerisce TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: “utilizzo (implicito) della notizia” e presunzione d'offesa*, in Giur. comm., 2011.

²⁶³ Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafo 33.

²⁶⁴ Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafi 31 e 32.

il primo avrebbe presupposto l'accertamento di non meglio specificati elementi "di finalità e intenzionalità"²⁶⁵.

Ricostruire il reato in questo modo, sotto il profilo oggettivo, presenta un vantaggio non indifferente, consistente nell'evitare una complicata indagine di tipo psicologico-motivazionale sull'incidenza dell'informazione nella genesi della volontà di agire del soggetto incriminato, necessaria invece qualora si accolga la tesi del modello soggettivo²⁶⁶. Il problema dato dalla prima tesi è tuttavia presumere che la notizia venga sfruttata per il puro e semplice possesso riconducibile in capo all'autore della condotta.

Il fatto che l'articolo 2 non preveda la presenza dell'elemento psicologico dell'agente è dunque, secondo la Corte, giustificato da due circostanze.

La prima è la natura stessa dell'insider trading, che configura un reato proprio, i cui soggetti attivi, essendo interni all'emittente e conoscendo le dinamiche proprie della società, non possono non essere a conoscenza della natura privilegiata dell'informazione.

La seconda deriva invece dalla finalità della direttiva, identificata nella tutela dell'integrità dei mercati e della fiducia degli investitori. L'efficacia di un'incriminazione del genere sarebbe indebolita qualora fosse introdotto un ulteriore requisito, per di più uno il cui accertamento si presenta a dir poco complicato, quale può essere l'*animus* del soggetto agente. È così rafforzata la tesi che tale elemento soggettivo debba essere presunto e non necessiti di esser provato.

In conclusione, i giudici di Lussemburgo statuivano che "ne consegue che il fatto che un'insider primario, il quale detiene informazioni privilegiate, effettui un'operazione di mercato sugli strumenti finanziari cui esse si riferiscono comporta che tale persona ha "utilizzato tali informazioni" ai sensi dell'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6, fatto salvo il rispetto dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione"²⁶⁷.

²⁶⁵ Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafo 34.

²⁶⁶ Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafo 35.

²⁶⁷ Corte di Giustizia Europea (terza sezione) 23 dicembre 2009, procedimento C-45/08, Paragrafo 54.

La sentenza appena esaminata rileva per aver interpretato l'articolo 2 della direttiva sul *market abuse* come presuntivo quanto all'avvenuto utilizzo dell'informazione privilegiata da parte dell'*insider*, basato su indici oggettivi.

È altresì rilevante perché incidentalmente tange la tematica dell'*insider* di se stesso, essendo la stessa richiamata dalla nota sentenza della Suprema Corte italiana nel caso Cremonini, di cui si parlerà più avanti nel presente capitolo.

4. Il primo approccio nazionale alla questione: il caso UNIPOL, i fatti del processo.

La vicenda UNIPOL rappresenta il primo caso giurisprudenziale in cui i tribunali nazionali hanno dovuto affrontare la questione della punibilità del soggetto *insider* che è anche fonte dell'informazione.

In realtà, per l'abuso di informazioni privilegiate manca un approfondito esame della questione dell'*insider of itself*. È tuttavia possibile scorgere l'impostazione di fondo che la giurisprudenza utilizzerà in seguito nella gestione di casi simili.

Oggetto della vicenda era un prestito obbligazionario emesso dalla UNIPOL S.p.a. nel periodo tra il 19 giugno e il 7 luglio del 2000, con la scadenza prefissata per il rimborso al 30 giugno 2005, specificando altresì nel processo informativo che la emittente si riservava la facoltà di procedere al rimborso anticipato di tutte o di una parte delle obbligazioni emesse, trascorsi diciotto mesi dalla data di emissione e dando un preavviso ai possessori di almeno un mese.

Nel primo bimestre del 2002, precisamente tra il 25 gennaio e il 12 febbraio, la UNIPOL procedette ad acquistare sul mercato obbligazioni proprie, pagando un prezzo inferiore rispetto a quanto avrebbe corrisposto in sede di rimborso del prestito, estinguendo in tal modo una parte del debito.

In un comunicato stampa del 28 febbraio 2008, a seguito di una delibera adottata dal consiglio di amministrazione in data 25 febbraio 2002, la società annunciò al mercato l'esercizio del diritto di *buy-back*, specificandone contestualmente le condizioni e le coperture finanziarie.

A seguito di ciò, un gruppo di risparmiatori che avevano venduto le obbligazioni ad un prezzo inferiore rispetto al valore nominale dei titoli, che avrebbero ricevuto in sede di rimborso anticipato, si rivolse alla Consob, che accertò i fatti anzidetti e la complessiva torbidità dell'operazione.

Del medesimo avviso era la Procura della Repubblica di Milano, che scelse di rinviare a giudizio il presidente ed amministratore delegato nonché il vicepresidente e amministratore delegato di UNIPOL, in quanto essi erano a conoscenza e hanno posto a fondamento del loro agire, nel momento in cui procedevano agli acquisti incriminati, di un'informazione privilegiata da essi stessi creata, consistente nella

decisione di procedere imminente all'esercizio della facoltà di rimborso anticipato.

Entrambi gli imputati vennero condannati per i reati contestati dal Tribunale di Milano con la sentenza numero 10580 del 25 ottobre del 2006, successivamente confermata dalla Corte d'Appello con la sentenza numero 3716 del 12 novembre del 2007.

Si aggiunge però che la Cassazione, con sentenza numero 7769 del 23 febbraio del 2009, ritenendo assorbente il primo motivo di ricorso, ovvero l'incompetenza territoriale del giudice adito, ha annullato senza rinvio la sentenza in esame, disponendo altresì la trasmissione degli atti di causa al giudice indicato come competente, ovvero il Tribunale di Bologna.

Il giudice per le indagini preliminari emiliano, con sentenza 1 giugno 2012, ha prosciolto entrambi gli imputati perché il fatto non sussiste, non essendo riscontrabile l'elemento costitutivo dell'informazione privilegiata.

5. Analisi del caso UNIPOL

La sentenza rileva per l'analisi oggetto di questa tesi sotto due aspetti: il primo attiene essenzialmente alla problematica dell'*insider* di se stesso e della sua potenziale inclusione all'interno dei soggetti attivi; il secondo invece riguarda l'asserita esistenza di una informazione privilegiata alla data di inizio delle operazioni di acquisto delle obbligazioni da parte della società.

Iniziando dal primo punto, la difesa evidenziava come la formulazione dell'articolo 184 TUF del tempo escludesse la rilevanza di tutte le operazioni poste in essere dall'emittente stesso. Il combinato disposto del secondo comma dell'articolo 184 TUF, che alla lettera a) sanzionava l'acquisto per conto proprio o di terzi, con il primo comma del medesimo articolo, il quale circoscriveva l'area della punibilità esclusivamente a condotte di soggetti legati all'emittente da una relazione qualificata, la quale non poteva dunque essere considerata parte terza rispetto agli agenti, consentirebbe di escludere le condotte dei soggetti *insider* poste in essere spendendo il nome e per conto della società²⁶⁸.

L'argomentazione chiave utilizzata sulla questione dalla Corte d'Appello è quella secondo cui "l'intento del legislatore non è infatti quello di creare zone di non punibilità per i componenti e gli autori dell'informazione privilegiata, sanzionando soltanto lo sfruttamento della informazione proveniente e relativa a soggetti diversi, quanto, piuttosto, quello di tutelare l'integrità del mercato, ove agisce il pubblico degli operatori e dei risparmiatori. Non interessano le modalità con cui l'agente è venuto in possesso della informazione privilegiata, né se la stessa sia originata nell'ambiente naturale dell'agente o provenga dall'esterno, quanto, piuttosto, l'uso, l'abuso di tale informazione ed il suo impatto nell'ambito delle contrattazioni e negoziazioni di mercato"²⁶⁹.

Così facendo, il giudicante esprime la non rilevanza da attribuire alla fonte dell'informazione, essendo punibile qualsiasi condotta riconducibile alla fattispecie in

²⁶⁸ In tal senso, TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 316.

²⁶⁹ Corte di Appello di Milano sent. n. 3716 del 12/11/2007.

nome della tutela del corretto funzionamento del mercato, a prescindere dall'alterità tra soggetto agente e soggetto generatore del privilegio informativo.

Come si vedrà in seguito, questa è sostanzialmente la stessa tesi seguita dal giudice del caso Cremonini²⁷⁰.

Per quanto riguarda invece il secondo punto, occorre valutare l'*iter* formativo di un'informazione privilegiata. In proposito la difesa faceva notare come mancasse la necessaria specificità dell'informazione, tale da poter essere in presenza di una posizione di privilegio informativo.

Nello specifico, la notizia, costituita dalla decisione del consiglio di amministrazione di procedere all'opzione di *call*, è divenuta specifica, in quanto "ragionevolmente prevedibile"²⁷¹ nel momento in cui si sono formate le condizioni di natura finanziaria che rendono possibile l'operazione, ovvero immediatamente prima del 25 febbraio 2002, data della delibera del consiglio di amministrazione.

Seguendo tale ricostruzione, la difesa puntava a far cadere le accuse dimostrando come, nel periodo tra il 25 gennaio ed il 12 febbraio del 2002, ovvero quando la UNIPOL procedeva ad acquistare parte delle proprie obbligazioni, non poteva sussistere alcuna informazione privilegiata atta a guidare l'agire degli apicali coinvolti.

L'accusa, di contro, individuava il momento in cui il privilegio informativo ha assunto forma specifica nei giorni antecedenti le operazioni contestate, così avanzando la teoria per cui esse fossero basate sull'informazione *price sensitive* e basate su di uno "schema programmatico" prestabilito. Si escludeva, inoltre, la possibilità che le operazioni stesse "siano avvenute all'insaputa dei vertici societari, e che di fatto la decisione di procedere in tal modo non risulti sorretta da un strategia

²⁷⁰ Si veda in merito il paragrafo successivo dello stesso capitolo.

²⁷¹ La clausola di ragionevole probabilità, anche se non espressa, si riteneva comunque vigente sotto l'abrogata disciplina, consentendo di anticipare il momento di concretizzazione dell'informazione privilegiata alla delibera del consiglio di amministrazione. Sul punto, SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013, p. 61.

che, almeno a posteriori, i medesimi si sono trovati a condividere e quantomeno a conoscere²⁷².

A prevalere fu proprio l'impianto accusatorio. Tuttavia, la decisione non è esente da punti critici.

Il primo, e forse più paradossale, è che anche la condotta opposta a quella contestata in sede di giudizio avrebbe rappresentato un grave illecito, costituito dalla manipolazione di mercato. Manifestare all'esterno della società un'intenzione di un progetto non ancora ritenuto realizzabile al 100% avrebbe comportato il ricadere all'interno della manipolazione informativa, avendo diffuso dati, di per sé, non veritieri²⁷³.

Anche per quanto riguarda l'iter formativo della decisione-informazione privilegiata sono riscontrabili delle fragilità nelle pronunce milanesi, poiché eleverebbero a prova certa della sussistenza di un'informazione privilegiata il mero evento finanziario, ovvero l'operazione svolta.

A seguito della declaratoria di incompetenza e della trasmissione degli atti al giudice di Bologna ad opera della Cassazione, gli imputati vennero prosciolti perché il reato, ancor prima che estinto per l'ormai intervenuta prescrizione, non sussiste: ciò in ragione dell'assenza dell'informazione privilegiata che secondo le corti milanesi era alla base delle operazioni di *trading* poste in essere dalla società bancaria.

In particolare, l'organo giudicante fa leva sulla somiglianza di oggetto sussistente tra l'allora in vigore articolo 114 TUF, che lo individua per l'obbligo comunicativo al mercato nel "fatto rilevante", e l'articolo 180 TUF con l'informazione privilegiata. Non si può elevare a "fatto" una decisione che non sia ancora venuta ad esistenza in quanto formalmente non assunta, tanto più che andando nella direzione opposta si rischia di ricadere nella manipolazione informativa avendo diffuso notizie false.

²⁷² Tribunale di Milano, sent. n. 10580 del 25/10/2016.

²⁷³ Si veda ancora, sul punto, SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013, p. 61 s.

Di fatto, l'analisi del caso UNIPOL sfiora appena la questione dell'*insider* di se stesso, tanto più se si pensa che la risoluzione della controversia può riassumersi nell'assunto che le presunte informazioni privilegiate non erano informazioni vere e proprie, ma solo semplici propositi.

6. Il caso G. Gnutti e la delimitazione dell'ambito soggettivo del reato.

La vicenda giudiziaria riguardante il caso Gnutti non è di supporto diretto alla risoluzione della questione oggetto di questo lavoro.

È tuttavia utile poiché delimita l'ambito dei soggetti attivi, confermando ciò che sicuramente non ricade nell'ipotesi dell'*insider* trading di se stesso.

I fatti di causa riguardano un acquisto, a titolo personale, di titoli della Zucchini S.p.a., da parte di G. Gnutti, avvenuto ponendo alla base di esso l'informazione privilegiata, da egli stesso assunta, di procedere di lì a poco al lancio di un'offerta pubblica di acquisto dei medesimi titoli da parte della società Sparta S.p.a., di cui era amministratore, controllata dalla società Gnutti Cirillo S.p.a., di cui era azionista.

Il problema di tale dinamica è dato dalla necessaria dissociazione tra l'ente societario e l'organo che la dirige, in quanto l'agente non opera sui mercati in nome e per conto della società, ma a titolo personale, sciogliendo quel rapporto di immedesimazione organica che gli ha permesso di ottenere l'informazione privilegiata. In tal caso, il soggetto-persona ed il soggetto-organo societario non coincidono, ricadendo necessariamente al di fuori dell'area dell'*insider* di se stessi, ma rientrando perfettamente nella fattispecie di abuso di informazioni privilegiate.

Premesse queste considerazioni, è stato agevole anche per i giudici del Tribunale di Brescia²⁷⁴ confermare la sanzionabilità della condotta di G. Gnutti per abuso di informazioni privilegiate, evidenziandone l'estraneità dalla figura del *self insider*, vista la diversità soggettiva tra la Sparta S.p.a. e l'imputato, e la riferibilità in prima persona delle operazioni svolte a quest'ultimo.

In aggiunta, la corte d'appello, nel confermare la sentenza, utilizza come ulteriore argomento a sostegno della propria tesi l'undicesimo *considerando* della direttiva 89/592/Cee²⁷⁵, sulla base del quale è affermabile la liceità degli acquisti *ante*

²⁷⁴ Tribunale di Brescia, Sent. n. 653 del 16/2/2004.

²⁷⁵ Il testo del *considerando*, recita: "considerando che, poiché l'acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della

offerta pubblica dei titoli della società *target* da parte della futura offerente, ma non di un soggetto che è ad essa “parte terza”, anche se *insider*.

In particolare, la corte fa notare come “Il dettato dell’undicesimo “considerando” si limita ad autorizzare l’azione della persona che agisce attuando una propria decisione, escludendo dalla previsione incriminatrice l’azione della società direttamente interessata, quale, nel caso concreto, la Sparta S.p.a., legittimità che, con riferimento all’attività svolta da questa, di acquisto di (...) quote della Zucchini S.p.a. prima del lancio dell’OPA, nessuno ha mai posto in dubbio”²⁷⁶.

persona che procede ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo stesso acquisto o cessione non costituisce di per sé una utilizzazione di un'informazione privilegiata”.

²⁷⁶ Corte App. Brescia, Sent. n.258 del 18/2/2005.

7. Il caso Bnl-Unipol: la differenza tra “meri propositi” e “informazioni privilegiate”.

La vicenda giudiziaria di cui si tratta prende le mosse dal noto caso riguardante la “scalata occulta” operata dalla Unipol alla Bnl nell’estate del 2005²⁷⁷.

Antefatto necessario dell’episodio in esame è la generale instabilità e debolezza economica della Bnl, gravata altresì da una fragile situazione in merito agli equilibri di forze all’interno dell’assemblea.

Ad accertare la serietà della crisi cui stava andando incontro la società aveva contribuito un’ispezione da parte della Banca d’Italia, che provvedeva a riscontrare aspetti problematici sull’effettiva consistenza patrimoniale di Bnl.

L’insieme di questi fattori sollecitava dunque il Banco de Bilbao, socio appartenente al cosiddetto “patto”, ovvero uno dei due fronti contrapposti che miravano ad acquisire il controllo dell’emittente italiana, a lanciare un’offerta pubblica di scambio sui titoli Bnl.

Senonché, in un’ottica protezionistica, gli esponenti del “contropatto” misero in atto una serie di strategie difensive, tra le quali spicca l’individuazione di Unipol, un istituto assicurativo sulla cui solidità patrimoniale erano già stati espressi dubbi dalla Consob e dall’Ivass, come soggetto deputato a rastrellare le azioni della banca italiana, mediante acquisti diretti ed indiretti, nonché sfruttando accordi parasociali, destinati a rimanere segreti, proprio con i contropattisti, disposti a cedere le proprie quote in un momento successivo, aggirando in tal modo l’obbligo di lanciare un’offerta pubblica di acquisto una volta superata la soglia prescritta per legge.

Sulla base di quanto appena delineato, veniva contestato agli azionisti aderenti al patto occulto, nonché a banche e soggetti terzi affiliati, il reato previsto dall’articolo 185 TUF, consistente nella manipolazione di mercato mediante compimento di operazioni simulate ed altri artifici.

²⁷⁷ Per un’accurata analisi del caso riportato, anche in merito ai punti della sentenza che non saranno oggetto di discussione in questa tesi, si veda FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell’economia*, vol. I, Bologna, 2015, cap. VIII e cap. IX.

Sullo sfondo della vicenda, e con oggetto più attinente a quello di questo lavoro, si assistette anche ad un ulteriore rinvio a giudizio, con conseguente condanna, a carico dell'amministratore delegato di Unipol, cui venne addebitato l'abuso di informazioni privilegiate.

Nello specifico, l'imputato comunicava a due parlamentari, nel corso di una conversazione telefonica avvenuta nel luglio del 2005, "informazioni *price sensitive* relative al tentativo di scalata, all'identità dei partecipanti, alle modalità tecniche contrattuali, ai supporti finanziari utili e necessari per svolgere l'operazione, nonché al raggiungimento della maggioranza assoluta"²⁷⁸.

Alle informazioni il soggetto agente aveva avuto accesso in ragione della posizione ricoperta all'interno della società, circostanza che permetteva di qualificare lo stesso come *insider* primario.

Inoltre, la comunicazione dei dati avveniva al di fuori della circostanza scriminante prevista dall'articolo 184 TUF, non essendo la condotta ascrivibile al normale esercizio dell'ufficio, del lavoro o della professione.

In proposito, si ricorda come la condotta di specie, ricompresa tra le ipotesi di *tipping*, integri la fattispecie di cui all'articolo 184 TUF, che prevede l'esclusiva sanzionabilità dell'*insider* primario, non essendo penalmente rilevanti le condotte dei *tippees*, punibili eventualmente a titolo di illecito amministrativo.

Parte della dottrina non ha mancato di far notare come criminalizzare ipotesi del genere porti ad un'eccessiva anticipazione della tutela penale, che ignora del tutto l'effettivo sfruttamento della notizia sui mercati, facendola risalire al momento della trasmissione dell'informazione ad un soggetto terzo²⁷⁹.

Si è così suggerito come, per ritornare verso una più concreta offensività del fatto, occorrerebbe riferirsi, più che alla condotta di comunicazione, sanzionata indipendentemente da un vantaggioso sfruttamento da parte dell'*insider* secondario, al requisito della *price sensitivity* dell'informazione, spostando così l'attenzione "da una verifica della [soggettiva] impossibilità per il destinatario dell'informazione di

²⁷⁸ Tribunale di Milano, 31 ottobre 2011, 176, in www.penalecontemporaneo.it

²⁷⁹ FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, vol. I, Bologna, 2015, p. 206; critico invece sul punto AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 143 s.

sfruttarla sul mercato, a quella della [oggettiva] inidoneità dell'informazione, se resa pubblica in quel momento e a quelle condizioni, ad influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari”²⁸⁰.

Nodo centrale della decisione è stato tuttavia l'accertamento in merito all'esistenza di una “informazione privilegiata”, e, inoltre, la circostanza data dal fatto che l'agente era in possesso, più che di una informazione, di “meri propositi”, di cui era egli stesso il creatore.

In primo luogo, i giudici hanno dovuto constatare la sussistenza di una notizia *price sensitive*, riscontrando oltre ogni ragionevole dubbio che dati riferibili al lancio di un'offerta pubblica di acquisto o scambio sui titoli di una determinata società sono in grado di alterare le quotazioni di mercato degli stessi.

In proposito, la Corte evidenzia come un investitore ragionevole, entrato in possesso dell'informazione, sia in grado di anticipare un rialzo del prezzo dei certificati azionari; da tali circostanze, lo stesso *reasonable investor* potrebbe dunque trarre “elementi di valutazione sui quali fondare le proprie decisioni di investimento: il che è quanto basta ad integrare l'ipotesi criminosa in contestazione, che costituisce un reato di pericolo”²⁸¹.

Né in merito si può obiettare l'inesistenza del privilegio conoscitivo per mancanza del requisito della precisione, confermato, seppur con motivazioni differenti, nei tre gradi di giudizio. Se i giudici di primo grado e d'appello ritenevano che la “credibilità” della fonte dell'informazione fosse sufficiente a rendere attendibile il dato trasmesso, non dando così rilevanza alla “veridicità” dell'informazione stessa.

La Suprema Corte, di contro, pur rigettando la tesi dei tribunali inferiori, ha confermato la condanna, riscontrando comunque una sufficiente precisione e specificità nelle informazioni oggetto di comunicazione²⁸².

²⁸⁰ FOFFANI L., *voci* in PALAZZO F. PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 720.

²⁸¹ Cass. Pen., sez. V, 19 dicembre 2012, numero 49362, 22.

²⁸² In merito, la cassazione, nella medesima sentenza, si è espressa in questi termini: “[la comunicazione] è punibile soltanto con riferimento ad eventi accaduti o a circostanze che siano in atto esistenti, oppure a circostanze od eventi ragionevolmente prevedibili nel futuro”, escludendo così dall'applicazione della fattispecie “la notizia avente ad oggetto un complesso di circostanze inesistenti falsamente date come attuali”.

Ultimo punto da analizzare nella sentenza in oggetto riguarda proprio la condanna dell'imputato in quanto *insider* di se stesso.

La difesa, in proposito, aveva fatto notare come, più che di informazioni in senso tecnico, quali possono essere le delibere societarie, oggetto della comunicazione da parte dell'amministratore delegato di Unipol fossero dei semplici propositi, e in quanto tali esulassero dalla fattispecie descritta dalla norma penale.

Nel respingere tale teoria, la Corte ha puntualizzato come "la comunicazione del progetto di una manovra finanziaria coltivato – non da un *quisque de populo*, ma – da un amministratore delegato di società si traduce in una notizia di fonte privilegiata, nel momento stesso in cui di tale progetto vengono riferite le modalità di attuazione attraverso la conduzione di avviate, e quasi concluse, trattative concrete coi soggetti individuati come compartecipi delle operazioni programmate"²⁸³.

Se è vero, infatti, come discusso nel capitolo precedente, che i meri propositi non sono qualificabili come informazioni privilegiate, nel caso di specie la Cassazione ha evidenziato come il contenuto della comunicazione non fosse semplicemente costituito dalle intenzioni del soggetto, ma qualcosa di più; ciò si deduce proprio dall'autorevolezza della fonte d'informazione, nonché dalla fase avanzata in cui erano giunte le trattative che ne costituivano l'oggetto²⁸⁴.

²⁸³ Cass. Pen., sez. V, 19 dicembre 2012, numero 49362, 22.

²⁸⁴ FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, vol. I, Bologna, 2015, p. 210.

8. Il caso Cremonini, i fatti oggetto del processo.

La vicenda giudiziaria regina in tema di incriminazione per *insider trading* di se stesso è quella che coinvolge il Gruppo Cremonini, società multinazionale con sede in Italia operante nel settore alimentare.

L'oggetto del contendere riguarda il lancio di un'offerta pubblica di acquisto²⁸⁵ sui titoli azionari della società capogruppo Cremonini S.p.a., da parte di Cremofin S.r.l., Ci-Erre Lux e Luigi Cremonini, il quale, oltre che parte dei soggetti fondatori del gruppo, era all'epoca dei fatti anche presidente ed azionista di maggioranza della capogruppo stessa, della quale amministratore delegato era il figlio, Vincenzo Cremonini.

L'obbiettivo dell'OPA era in ultima istanza l'acquisizione della totalità delle azioni della Capogruppo, allo scopo di rimuovere la stessa dai listini di borsa.

Il 31 marzo 2008 Luigi Cremonini, la Cremofin e Ci-Erre Lux comunicavano al mercato la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria, avente ad oggetto l'intero pacchetto di 43.969.838 azioni per il prezzo di tre euro ciascuna, da attuarsi per il tramite di una società italiana in corso di costituzione, denominata Cremonini Investimenti S.r.l., interamente di proprietà della Cremofin ed il cui amministratore delegato era Ilias Aratri.

L'esito dell'offerta fu positivo, avendo gli offerenti raggiunto la quota del 95,817% del capitale alla scadenza del termine, e potendo dunque procedere a rilevare le partecipazioni residue, avendo oltrepassato la soglia minima del 95% del capitale detenuto, sempre per il tramite della Cremonini Investimenti.

Terminate le operazioni, il socio totalitario procedette con il *delisting* del titolo.

²⁸⁵ In materia di offerte pubbliche di acquisto o scambio, si veda CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, Milano, nona edizione, 2017, cap. VI.

9. La decisione della Consob

A seguito delle verifiche ispettive operate dalla Consob in sede di verifica della regolarità dell'OPA, venne accertato che, nei due mesi precedenti la promozione dell'offerta pubblica, la società Cremofin S.r.l. aveva proceduto all'acquisto un numero considerevole di azioni della S.p.a. capogruppo, per la precisione 1.875.350, per un controvalore di euro 4.950.090, eseguito per il tramite del suo amministratore unico, Ilias Aratri, in attuazione di una decisione di Luigi Cremonini e del figlio Vincenzo.

Sulla base di tali risultanze, la Consob ha ritenuto Luigi Cremonini, Vincenzo Cremonini ed Ilias Aratri responsabili, in concorso tra loro, dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate di cui all'articolo 187 bis TUF, condannandoli con la delibera n. 17777 del 15 maggio 2011 a sanzioni pecuniarie ed interdittive.

La decisione dell'Autorità regolatrice del mercato venne motivata dal possesso da parte dei soggetti incriminati dell'informazione privilegiata, da essi stessa generata, relativa all'imminente lancio di un'offerta pubblica di acquisto. La notizia era nella disponibilità degli agenti in quanto costoro ricoprivano cariche societarie di rilievo.

Il provvedimento muoveva da due assunti di fondo, costituiti sia dalla presenza di una informazione privilegiata, sia dalla illiceità dello sfruttamento della stessa da parte del suo creatore.

Sul primo punto, veniva contestata ai soggetti di essere in possesso di un'informazione che avesse le caratteristiche proprie del privilegio, poiché:

- a) considerata sufficientemente precisa ben prima del giorno 9 gennaio, *dies a quo* degli illegittimi acquisti di azioni, sulla base di un complesso di circostanze esistenti, tra le quali spicca l'intenzione "da tempo maturata dall'azionista di controllo e che si è consolidata da un punto di vista della sua ragionevole e

prevedibile esecuzione proprio nel periodo in cui si sono svolti i fatti di cui trattasi, di addivenire al *delisting* delle azioni Cremonini”²⁸⁶;

- b) ritenuta altresì ragionevolmente prevedibile, essendo facilmente immaginabile l’effetto che il lancio di un’offerta pubblica di acquisto avrebbe avuto sul prezzo delle azioni di cui era oggetto.

Sul versante soggettivo, era invece ritenuto illegittimo lo sfruttamento di un’informazione privilegiata, relativa al lancio di un’OPA il cui obiettivo è il ritiro dalle quotazioni di borsa della società bersaglio, anche se l’agente fosse l’azionista di controllo.

²⁸⁶ Dalla sentenza T.A.R. Lazio, sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257.

10. La sentenza del Tar del Lazio

Nello stesso 2011, Luigi e Vincenzo Cremonini, Ilias Aratri e la Cremofin S.r.l. presentarono ricorso avverso la decisione della Consob. Il codice del processo amministrativo attribuiva al Tribunale amministrativo regionale del Lazio una competenza inderogabile in materia di ricorsi vertenti contro i provvedimenti sanzionatori comminati dalla Autorità di vigilanza del mercato.

I motivi adottati alla base dell'impugnazione erano essenzialmente due.

In primo luogo, veniva contestata l'esistenza stessa di una informazione privilegiata alla data del 9 gennaio 2008, data in cui iniziarono gli acquisti di azioni ante OPA, poiché in difetto dei requisiti della specificità e precisione. In particolare, si manifestava come fosse impossibile, per i ricorrenti, la determinazione del prezzo del controvalore azionario, così come non si potevano conoscere le condizioni contrattuali per i partner dell'operazione.

Inoltre, pur essendo desumibile l'esistenza dell'intento di procedere al *delisting* della società, sulla scorta delle motivazioni addotte dalla Consob e sulla base della volontà evidente dell'azionista di controllo, mancherebbe altresì il necessario requisito della ragionevole prevedibilità dell'accadimento della fattispecie: perché questo venisse integrato, si sarebbe dovuto attendere fino al successivo mese di marzo, periodo in cui fu formalizzato il *term sheet* con la Banca Popolare di Milano, contenente le specifiche del contratto di finanziamento successivamente stipulato il 15 aprile. Prima di allora, l'informazione privilegiata era da ritenersi non sussistente, in quanto le trattative erano ancora in stato non avanzato e di conseguenza sarebbero potute non andare in porto per i più vari motivi.

Occorre altresì stabilire se vi fossero eventuali obblighi di comunicazione a carico degli organi societari una volta assunta la decisione di procedere all'offerta.

Rilevanti sul punto sono gli articoli 102 e 114 TUF, sancendo il primo la disciplina specifica per le comunicazioni inerenti alle OPA ed il secondo le norme generali in materia di comunicazioni societarie.

L'articolo 102 TUF dispone che "la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici". Di conseguenza, l'obbligo di

disclosure a carico dei responsabili sorge contestualmente alla decisione adottata dall'organo competente, da ravvisarsi, più che negli atti preparatori, nella formalizzazione della decisione con la relativa delibera del consiglio di amministrazione.

Quanto all'articolo 114 TUF, esso, nella normativa del tempo, si apriva con la clausola generale “fermi restando gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge”²⁸⁷, la quale permetterebbe una applicazione congiunta con la disposizione dell'articolo 102 TUF²⁸⁸.

Tale assunto, aveva tuttavia dei limiti, rappresentati dalla presenza dell'espressione “direttamente detti emittenti e le società controllate” associata all'oggetto delle informazioni privilegiate per cui vigeva obbligo di *disclosure*. Esulava così dall'ambito della norma l'obbligo di comunicare eventuali *market informations*, nel caso di specie rappresentate dalla decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto deliberata da società estranea all'emittente.

Tutto ciò considerato, il collegio del TAR ha riconosciuto come “inesistente” l'informazione privilegiata, alla data 9 gennaio 2008, per difetto del requisito della ragionevole probabilità, essendo ancora a quel punto mancanti elementi essenziali per determinare l'entità dell'offerta, il prezzo dei titoli e le condizioni contrattuali con le banche finanziatrici.

È infatti evidente come operazioni di tale portata siano estremamente complesse nella realizzazione, essendo il costo complessivo stimato intorno ai centotrenta milioni di euro: al fine di procurarsi tali fondi, sono indispensabili lunghe trattative per definire termini e condizioni del finanziamento.

²⁸⁷ Il testo previgente dell'articolo 114 TUF era il seguente: “Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. La CONSOB stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione del mercato con le proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo”.

²⁸⁸ In tal senso, LOMBARDO S., *Opa, informazione privilegiata ed insider di sé stessi*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria, fiscale*, 2013, pp 50 – 60.

Per questi motivi, l'organo giudicante ha ritenuto il mero proposito di operare dell'azionista di maggioranza, per quanto possa essere radicato e forte, insufficiente ad integrare gli estremi di un'informazione privilegiata, non essendo dissimile da un semplice *rumor* speculativo, come tale non assoggettato agli obblighi di comunicazione al pubblico.

In *secundis*, si metteva in dubbio la qualità di *insider* dei soggetti sanzionati, posto che, da un lato, essendo al contempo creatori e utilizzatori della informazione in oggetto, mancava l'alterità necessaria per integrare la fattispecie di cui all'articolo 187 bis TUF; dall'altro, era possibile applicare al caso di specie quanto disposto nel *considerando* numero 30 della direttiva 2003/6/CE, poiché perfettamente descrive i fatti oggetto di causa²⁸⁹.

Si è già detto nel capitolo precedente come la tesi maggioritaria, in dottrina, fosse proprio orientata nel senso di escludere tale circostanza, esigendosi un trasferimento conoscitivo derivante dalla sfera esterna del soggetto.

Ciò andrebbe considerato vero, anche alla luce della fattispecie generale di *insider trading* e della storia normativa del delitto in questione.

Occorre considerare come fosse più semplice l'esclusione della illiceità penale della condotta dell'*insider of itself* con la formulazione della norma regolatrice del 1991²⁹⁰, caratterizzata dall'uso del participio passato "ottenute", sintomo dalla confermata necessità di un accrescimento conoscitivo del soggetto agente per effetto di impulsi esterni alla propria sfera soggettiva. Va da sé come tale trasferimento conoscitivo non implichi necessariamente la tradizionale comunicazione di informazioni, essendo possibile anche l'apprensione del dato *price sensitive* tramite la lettura di un documento o l'aver assistito allo svolgersi di un evento²⁹¹.

²⁸⁹ Il *considerando* riporta: "Poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata."

²⁹⁰ In proposito, si veda il capitolo 2, paragrafo 1.

²⁹¹ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012, p. 290.

Nonostante la scomparsa del riferimento testuale all'ottenimento del privilegio dall'esterno, la modifica effettuata dal legislatore non potrebbe in alcun caso spingersi al di là del significato intrinseco da attribuire al significato di informazione.

A maggior ragione, ciò si giustifica se si prova a dar credito alla tesi opposta: "L'accusa di essere a conoscenza di una propria decisione reca in sé tratti difficilmente giustificabili sotto il profilo logico: è ovvio che un soggetto conosca gli intendimenti del proprio foro interno, a meno che non si ipotizzi una sorta di dissociazione a livello psichico"²⁹².

La mancata sanzionabilità della condotta è dovuta ad un motivo ulteriore, ossia la ritenuta applicabilità al caso concreto del *considerando* numero 30 della direttiva CE 6/2003, liceizzando così i rastrellamenti *ante* OPA, strumentali al successo dell'operazione in questione. Sul punto, era stata infatti ritenuta carente la difesa della Consob, la quale distingueva tra offerte pubbliche d'acquisto destinate a acquisire il controllo della società e quelle il cui obiettivo è la rimozione dei titoli della stessa dai listini di borsa.

Per questi motivi, il TAR del Lazio, accogliendo i motivi addotti dai ricorrenti, annullava le sanzioni comminate dalla Consob con la sentenza n. 6257 del 10 luglio 2012.

²⁹² SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009, p. 23.

11. La sentenza della Corte d'Appello di Bologna

Il caso Cremonini, lungi dall'essere chiuso dopo la sentenza del TAR, subì una svolta inaspettata nel 2012, quando venne adita la Corte Costituzionale in materia di illegittimità costituzionale inerente gli articoli 133, 134 e 135 del Codice del processo amministrativo, nella parte in cui attribuivano alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo con cognizione estesa al merito, ed alla competenza funzionale del TAR del Lazio, le controversie riguardanti le sanzioni amministrative irrogate dalla Consob.

Tale pronuncia intervenne prima ancora della pubblicazione della decisione del giudice di primo grado. Il consiglio di stato, adito successivamente dalla Autorità di regolazione del mercato, procedette ad annullare la sentenza del TAR, per intervenuto difetto di giurisdizione, con la conseguenza che l'impugnazione venne reindirizzata al giudice competente, individuato nella Corte d'Appello di Bologna.

La Corte d'Appello bolognese, esaminata la questione, ribaltò le conclusioni del giudice amministrativo, confermando quanto disposto dalla Consob.

Per ripercorrere l'*iter* decisionale della Corte, al fine di esaminarlo e coglierne eventuali lacune nella motivazione, occorre partire dai motivi di ricorso, coincidenti con le questioni.

Contestate erano dunque, innanzitutto, l'esistenza stessa di un'informazione privilegiata alla data di inizio delle operazioni di rastrellamento dei titoli *ante* OPA, nonché l'applicabilità della disciplina in materia di *insider trading* al soggetto che detiene l'informazione non in ragione di un ufficio o professione, ma in quanto ne è il creatore.

Con riguardo al primo motivo di ricorso, la tesi addotta dai ricorrenti sulla mancanza dei requisiti, nello specifico la "precisione" della stessa, previsti dall'allora vigente articolo 181 TUF²⁹³, il quale prescriveva le caratteristiche necessarie perché

²⁹³ All'articolo 181 TUF era demandata la definizione di informazione privilegiata, attualmente confluita nell'articolo 180 TUF. Il primo comma dell'articolo era il seguente: "Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o

un'informazione venga qualificata come privilegiata, venne ritenuta non meritevole di accoglimento.

Tale conclusione, stante a quanto stabilito dalla Corte, è suffragata dagli elementi raccolti dalla Consob in sede di indagine, i quali vennero ritenuti idonei a provare l'esistenza di un'informazione privilegiata dal carattere sufficientemente preciso.

In proposito, il giudicante reputa che, sin dalla seconda metà del gennaio del 2008, "il progetto di O.p.a. era già esistente e si trovava in fase di concreta attuazione mediante il reperimento di finanziamenti ed era del tutto ragionevole prevedere che la promozione dell'O.p.a. si sarebbe verificata", evidenziando così come un'informazione privilegiata riguardante una procedura complessa si formerebbe non soltanto a conclusione di essa, ma anche nel perdurare delle trattative e dei procedimenti intermedi, purché sia ragionevole prevedere un esito positivo delle negoziazioni in corso.

Nonostante mancassero ancora i termini specifici del finanziamento, l'acquisto di una rilevante quantità di azioni della società futura *target* di offerta pubblica da parte di Cremofin S.r.l., avvenuto nei mesi di gennaio e febbraio del 2008, due mesi prima della comunicazione al mercato della decisione di promuovere l'offerta pubblica di acquisto del 31 marzo, depone a favore della validità della conclusione del giudice. L'informazione privilegiata in oggetto, in particolare, avrebbe concesso agli agenti di ottenere una parte dei titoli della società bersaglio ad un prezzo verosimilmente inferiore rispetto a quello dovuto corrispondere in occasione di un'offerta pubblica di acquisto.

Soffermandoci su quanto detto, è opportuno ricordare cosa si intenda per carattere "preciso" di una informazione privilegiata. Partendo dal dato testuale, viene definita di carattere preciso un'informazione 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

più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.

verificherà”²⁹⁴, nonché dotata di *price sensitivity*, ossia la capacità di alterare i prezzi degli strumenti finanziari che ne sono oggetto, nel caso in questione non contestata.

Affinché ciò accada, non è strettamente necessario che la notizia abbia contenuti specifici, essendo bastevole un contenuto sufficientemente determinato, tale da indurre un investitore ragionevole che ne sia venuto a conoscenza a compiere un atto che, in assenza di tale cognizione, non avrebbe compiuto.

Tale requisito richiede, infine, “un giudizio prognostico sostenibile *ex ante*, in modo documentato o secondo schemi e paradigmi verificabili, radicato in elementi fattuali esistenti nel presente”²⁹⁵.

Elemento di originalità nella sentenza in esame è sicuramente la rilevanza attribuita alle fasi intermedie di un processo a formazione progressiva, dalla conoscenza di ciascuna delle quali può derivare un privilegio informativo dal carattere indubbio, posto che anche notizie relative a trattative in corso possono alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari delle emittenti coinvolte, e dunque essere suscettibili di sfruttamento parassitario da parte dei soggetti *insider*. A riprova di quanto detto, basti pensare che il regolamento MAR, introdotto appena due anni dopo, ha codificato tale principio, formalizzando l’applicabilità della disciplina dell’*insider trading* anche alle fasi intermedie di procedimenti complessi²⁹⁶.

Quanto al secondo motivo di ricorso, con cui veniva contestata la rilevanza della figura dell’*insider* di se stesso, anch’esso non ha trovato accoglimento da parte della Corte d’Appello di Bologna.

Oggetto della tutela offerta dalla disciplina dell’abuso di informazioni privilegiate è l’integrità del mercato finanziario, che è possibile garantire solo mirando ad una perfetta simmetria informativa tra i soggetti che operano al suo interno.

Sulla base di ciò, la corte ricostruisce la nozione di informazione, dismettendo da essa la necessità del vincolo di trasmissione conoscitiva da un soggetto ad un

²⁹⁴ Articolo 181 TUF, *ante* riforma 107/2018.

²⁹⁵ MUCCIARELLI F., *Art. 184. Abuso di informazioni privilegiate*, in FRATINI M., GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, III, Torino, 2012, p. 2330.

²⁹⁶ In proposito, rilevante è l’articolo 7 del Regolamento UE 596/2014, che al comma 3 sancisce: “Una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un’informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate.”.

altro, utilizzando come argomentazione anche il dato testuale offerto dalla diversa formulazione della fattispecie data dalla legge del 1991 e da quella del 1998.

Infatti, la sostituzione del verbo “ottenere” con il verbo “possedere” sarebbe di per sé idonea a confermare la volontà del legislatore di colmare un vuoto di tutela lasciato dalla norma precedente.

È altresì non accettabile, secondo la corte la ricostruzione offerta dai ricorrenti della fattispecie, la quale negherebbe per il soggetto creatore della notizia la circostanza di averla ottenuta “in ragione” del suo ufficio, professione o attività lavorativa. Per il Collegio, la locuzione “in ragione” può indicare sia che l’informazione venga ottenuta in virtù della posizione rivestita, sia che l’informazione sia detenuta in quanto frutto dell’auto elaborazione del soggetto che riveste quella posizione o qualifica. In entrambi i casi, si ricadrebbe dunque nell’area di applicabilità della disciplina, poiché si esula dal merito nell’ottenimento del vantaggio conoscitivo, derivante da un vantaggio posizionale del soggetto *insider*.

Infine, per quanto riguarda l’applicabilità al caso concreto del *considerando* numero 30 della direttiva 2003/6/CE, la Corte d’Appello ne fornisce un’interpretazione teleologica tale da escluderla.

Il *considerando* di cui sopra ha la funzione di liceizzare la condotta del soggetto che, sulla base di un proprio progetto o di propositi personali, effettui operazioni di acquisto o vendita sui titoli di un’emittente in una fase antecedente alla proposizione di un’offerta pubblica di acquisto, ovvero i cosiddetti “rastrellamenti”.

Nel caso di specie, il Collegio ha ritenuto non applicabile la norma anzidetta, in quanto non ci si trova in presenza di rastrellamenti *ante* OPA da scalata, ma di fronte ad acquisti eseguiti prima di un’offerta finalizzata al *delisting* della società.

Tale distinzione è di particolare importanza, ed è funzionale al giudice di secondo grado per motivare la propria decisione.

In particolare, nel primo caso sarebbe ammissibile una deroga al principio di parità delle condizioni fra i differenti operatori di mercato: ciò al fine di favorire la concorrenza tra i più soggetti offerenti, aumentando la competitività nel mercato. Il soggetto che superi le soglie quantitative massime fissate per legge diventerebbe

semplicemente soggetto ad obblighi di *disclosure* o, per soglie ancora maggiori, a lanciare un'offerta pubblica di acquisto²⁹⁷.

Nel secondo, invece, "l'operazione sembrerebbe finalizzata in via esclusiva alla realizzazione dell'interesse del gruppo di controllo ad acquistare il restante pacchetto azionario a un prezzo più basso di quello astrattamente configurabile laddove gli azionisti di minoranza fossero a conoscenza delle vicende societarie *in itinere*"²⁹⁸.

Infatti, in questi casi, la posizione di privilegio informativo del soggetto agente non è controbilanciata da alcun motivo di tutela della concorrenza o del mercato, anzi è vero esattamente l'opposto.

Gli azionisti, invero, non al corrente dell'imminente lancio dell'offerta, sono disposti a cedere i loro strumenti finanziari a un prezzo certamente inferiore rispetto a quello che otterrebbero con l'OPA.

Per quanto sopra detto, la Corte d'Appello di Bologna, con la sentenza numero 1804 del 29 ottobre del 2013, ha rigettato i motivi del ricorso, confermando le sanzioni comminate dalla Consob con la delibera 17777 dell'11 maggio del 2005.

Le parti soccombenti optarono dunque per il ricorso in Cassazione.

²⁹⁷ Per una regolamentazione in materia, si suggerisce ancora CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, Milano, nona edizione, 2017, cap. VI.

²⁹⁸ PIRANI P.P., *La Cassazione riconosce (per la prima volta) il fantasma dell'"insider" di sé stesso*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, fasc. 1, parte 2, p. 145.

12. La decisione della Cassazione sul caso Cremonini

La Cassazione, con la questione in esame, ha affrontato per la prima volta il tema dell'*insider* di se stesso.

La Suprema Corte, con la sentenza numero 24310 del 16 ottobre 2017, ha confermato quanto stabilito dalla Corte d'Appello di Bologna, riconoscendo la rilevanza giuridica delle condotte poste in essere dal soggetto che è *insider* di se stesso.

Per la verità, nulla di nuovo viene affrontato e detto dal giudice di legittimità rispetto a quanto stabilito dal giudizio di appello.

Viene infatti ribadito come il concetto di "informazione" altro non sia che sinonimo di "conoscenza", non assumendo alcuna rilevanza il dato circa il trasferimento conoscitivo dalla fonte dell'informazione al soggetto agente. Ciò è suffragato, a parere dei giudici, dal già più volte citato argomento testuale, posto che "la circolazione che l'informazione possa avere avuto prima di entrare nel possesso dell'agente non trova alcuna eco semantica (quale poteva essere, nel testo della l. n. 157 del 1991, art. 2, 1° comma, l'aggettivo ottenute) né nel testo dell'art. 187-bis TUF, né nel testo dell'art. 1, n. 1, della Direttiva 2003/CE".

Viene ribadito altresì il valore attribuibile al lemma "in ragione", essendo possibile identificare i ricorrenti tra gli *insider* primari proprio in virtù delle qualifiche ricoperte all'interno degli emittenti coinvolti. Secondo la Corte, quest'argomentazione "si risolve in un corollario del postulato che la nozione di informazione si identifichi in quella di conoscenza trasferita da un soggetto ad un altro (...), se però si respinge il postulato cade anche il corollario".

Infine, si ribadisce anche l'inapplicabilità alla vicenda trattata del *considerando* 30 della direttiva 6/2003/CE, poiché risulterebbe applicabile esclusivamente alle offerte pubbliche d'acquisto finalizzate ad acquisire la partecipazione di maggioranza delle società quotate, non trovando invece attuazione con riferimento alle operazioni finalizzate al *delisting* dei titoli della società bersaglio. In proposito, la Cassazione rileva come "nell'OPA finalizzata al delisting, infatti, l'iniziativa parte non da un soggetto esterno alla società investita dall'OPA stessa, bensì dal socio di maggioranza di tale società, il quale, compiendo operazioni di acquisto di titoli nel periodo intercorrente tra la decisione e la comunicazione al

pubblico del lancio dell'OPA, utilizza l'informazione privilegiata relativa al prossimo lancio dell'OPA proprio al fine di (ab)usare della disparità informativa esistente tra lui, che è al corrente dell'imminente lancio dell'OPA, e gli altri azionisti della stessa società che, ignari di tale imminente lancio, sono disposti a cedergli le azioni in loro possesso a un prezzo minore di quello destinato ad essere offerto nella futura OPA".

È dunque opportuno analizzare criticamente quanto deciso dalla Suprema Corte.

Per quanto riguarda il primo punto, si è già più volte affermato come la modifica apportata dal legislatore al dato testuale non sia sufficiente a dimostrare la asserita rilevanza delle condotte di *insider* trading di se stessi.

Infatti, al di là di qualsiasi verbo utilizzato per descrivere la relazione esistente tra informazione e soggetto agente, è proprio dal termine informazione che deriva l'innegabile richiamo ad un trasferimento di conoscenze, poiché "informare" vuol dire proprio rendere edotti soggetti, che siano diversi dall'informatore, di qualcosa.

A nulla rilevarebbe perciò la modifica all'articolo 181 TUF, poiché il termine fondamentale è proprio "informazione".

Accettare la tesi opposta porterebbe a conseguenze paradossali, elevando ad informazione privilegiata qualsiasi proposito, idea o progetto dell'agente, obbligandolo ad informare preventivamente il mercato prima di procedere anche alle operazioni più semplici.

Con riferimento alla seconda questione affrontata nella sentenza, è opportuno notare come l'utilizzo dell'espressione "in ragione" debba necessariamente descrivere una relazione intercorrente tra il soggetto ed il possesso dell'informazione privilegiata.

Le fattispecie tipizzate dal legislatore, infatti, fanno tutte presupporre un vincolo di derivazione esterna del dato *price sensitive*, ovverosia la partecipazione agli organi di amministrazione o controllo, al capitale della società emittente, od ancora l'esercizio di un'attività lavorativa o professionale.

I rapporti qualificati anzidetti sono dunque presupposto imprescindibile della punibilità del soggetto *insider*, poiché l'ottenimento dell'informazione avviene

esclusivamente in ragione del rapporto, e senza di esso non ci sarebbe possibilità di accesso al privilegio informativo²⁹⁹.

Infine, la terza parte che rileva nella sentenza in esame è la criticata impostazione del *considerando* 30 della direttiva 6/2003/CE, basata sulla distinzione, per la verità non sorretta da alcuna disposizione legislativa in particolare, tra OPA da scalata e OPA da *delisting*.

L'assioma che la Cassazione utilizza come pilastro per la suddetta questione è rappresentato da una sorta di illegittimità dell'OPA da *delisting*, in quanto aprioristicamente contraria agli interessi del mercato, nonché finalizzata in ultima analisi a massimizzare l'interesse del socio di maggioranza.

Orbene, ad un primo sguardo, l'identità sussistente tra le due fattispecie farebbe propendere verso una irragionevolezza del differente trattamento assegnato loro dal giudice di legittimità.

Da un lato è innegabile il fatto che i rastrellamenti antecedenti un'offerta pubblica di acquisto assumano una valenza molto diversa nei due casi. Nelle scalate societarie, un acquisto di una base azionaria può servire da “piattaforma di lancio” su cui basare il resto delle proprie mosse, e l'importanza strategica di un simile appiglio è indiscutibile. I vantaggi sono proprio una riduzione del costo complessivo dell'operazione, nonché la possibilità di poter offrire un prezzo più alto di eventuali concorrenti alla scalata, poiché, riducendo il numero di azioni necessarie ad ottenere il controllo della società, è possibile pagare di più il numero inferiore rimasto in circolazione. Ciò presenta vantaggi anche in caso di “sconfitta”, potendo il soggetto vendere la propria partecipazione azionaria all'altro offerente qualora questi abbia offerto un prezzo più alto in sede di OPA³⁰⁰.

Diverso è l'acquisto preventivo di azioni nell'OPA da *delisting*, azione che non costituisce un elemento cruciale per il successo dell'operazione. Il socio di controllo ha già il possesso della maggioranza delle azioni, ed ha a disposizione più

²⁹⁹ Sul punto, MUCCIARELLI F., *Art. 184. Abuso di informazioni privilegiate*, in FRATINI M., GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, III, Torino, 2012, pp. 2349 ss.

³⁰⁰ POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 409 ss.

modi per realizzare il proprio proposito, i quali non sono tenuti a rispettare il principio di parità di trattamento. Se viene proposta offerta pubblica di acquisto, l'offerente è tenuto a rispettare tale principio, poiché la regolamentazione legislativa dell'OPA è in tal senso. Le ragioni della proposizione dell'offerta pubblica possono essere molteplici, ma essenzialmente si risolvono in un costo che probabilmente risulterà complessivamente inferiore, nonché, qualora venga raggiunta la soglia del 95% del capitale, il diritto di acquistare le azioni residue estromettendo forzatamente i restanti azionisti, il cosiddetto diritto allo *squeeze-out*.

Ma c'è da tenere in conto che non vi è alcun obbligo, per il socio di maggioranza che intenda delistare i titoli della società, di procedere in questo modo. Egli può utilizzare metodi che sono intrinsecamente discriminatori, quali gli acquisti incrementali sul mercato³⁰¹ fino all'aggregazione del totale del capitale sociale.

In conseguenza di ciò, appare quantomeno dubbio sanzionare gli acquisti di azioni che avvengano preventivamente ad un'offerta pubblica di acquisto finalizzata al delisting, poiché ciò sarebbe contraddittorio con un sistema che permette di ricorrere a procedure discriminatorie³⁰².

Sarebbe stato dunque più opportuno, come suggerisce parte della dottrina³⁰³ dissenziente, adire la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, al fine di meglio chiarire la questione ed ottenere una risposta che potesse essere uniforme a livello comunitario.

³⁰¹ La discriminazione degli acquisti incrementali deriva dal fatto che gli azionisti vendono in momenti diversi a prezzi diversi. Chi venderà per primo sarà disposto ad accettare un prezzo più basso di chi venderà per ultimo.

³⁰² GILOTTA S., *Riflessioni sull'"insider" di se stesso*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2019, fasc. 2, p. 419.

³⁰³ LOMBARDO S., *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, II, p. 681.

13. Il procedimento penale e la sentenza del Tribunale di Milano

La vicenda Cremonini è stata affrontata, oltre che in sede amministrativa, anche dai giudici penali³⁰⁴.

Con la sentenza 12149 del 5 febbraio 2015, il Tribunale di Milano ha riconosciuto i tre imputati colpevoli del delitto di abuso di informazioni privilegiate di cui all'articolo 184 TUF, condannandoli a sanzioni che vanno dai due ai tre anni di carcere, e con sanzioni pecuniarie da cinquantamila euro a centocinquantamila euro.

Il Tribunale ha utilizzato quattro argomentazioni per fondare il proprio ragionamento.

In primo luogo, ha evidenziato come l'articolo 184 del TUF, quando al secondo comma sancisce la punibilità del *criminal insider*, non costituisce una deroga alla regola accolta dalla maggioranza della dottrina che esige un'alterità tra la fonte dell'informazione ed il soggetto che la utilizza. Tale articolo, per il giudice di prime cure, non va interpretato, *a contrario*, come una generica causa di non punibilità del soggetto creatore della notizia *price sensitive*, poiché la ratio del legislatore nel creare la suddetta figura risiedeva nell'intenzione di ampliare il novero dei soggetti attivi del reato di abuso di informazioni privilegiate, e non in quella di restringere il campo di applicazione della fattispecie.

In secondo luogo, l'esenzione prevista dall'articolo 183 TUF³⁰⁵, il cosiddetto *safe harbour*, stabilisce l'irrelevanza penale degli acquisti di azioni esclusivamente qualora eseguiti nell'ambito di programmi di stabilizzazione. Di conseguenza si è ben lontani dal caso concreto. Non solo. Da tale norma, non potrebbe neppure essere ricavata una clausola generale di non punibilità, poiché la cornice entro la quale tali esenzioni vadano applicate è ben delineata.

³⁰⁴ Trib. Milano, 5 febbraio 2016, in *Le Società*, 2016, 1272 ss., con nota di CONFALONIERI S.

³⁰⁵ Il previgente articolo 183 TUF, al comma primo, lettera b), sanciva l'inapplicabilità delle disposizioni in materia di abusi di mercato "alle negoziazioni di azioni proprie di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento". Il testo è stato modificato dal decreto legislativo 107/2018.

Altresì, il Tribunale ha ritenuto inapplicabile quanto sancito dal *considerando* numero 30 della direttiva 6/2003/CE, in quanto incompatibile con quanto stabilito dall'articolo 2, comma 2, della medesima direttiva.

Infine, anche il giudice penale ha dato rilevanza al dato semantico utilizzato per indicare il nesso tra la provenienza dell'informazione ed il suo sfruttatore, essendo scomparso il verbo "ottenute".

Con queste considerazioni, anche il Tribunale di Milano ha ritenuto rilevante in sede penale la condotta dell'*insider* di se stesso.

14. La sentenza della Corte d'Appello di Milano.

Contro la decisione di primo grado del Tribunale di Milano in sede penale, gli imputati hanno proposto appello.

La sentenza della Corte si è limitata a confermare quanto già deciso in primo grado, sollevando tuttavia perplessità in merito all'entità delle sanzioni, nonché all'impianto sanzionatorio in genere, già di dubbia tenuta vista la incompatibilità col diritto comunitario³⁰⁶.

I giudici di secondo grado, nel provvedimento, evidenziano come l'unica definizione utilizzabile in materia di abusi di mercato sia quella di "conoscenza", indipendentemente dalla sussistenza di un trasferimento informativo derivante dalla sfera esterna del soggetto utilizzatore dell'informazione. Si esclude dunque qualsiasi rilevanza da attribuire alla provenienza dell'informazione³⁰⁷.

Ulteriore punto confermato dal Collegio è l'inapplicabilità di quanto previsto dal considerando numero 30 della direttiva comunitaria 6 del 2003, con motivazioni non dissimili da quelle addotte dalla Cassazione in sede civile.

Dato rilevante che si riscontra nella sentenza in esame è invece quello riferibile al significato attribuito dai giudici all'espressione "in ragione", presente nell'articolo 184 TUF.

In proposito, essi osservano come le operazioni effettuate nel periodo precedente la promozione dell'offerta pubblica di acquisto siano state effettuate sì dai soggetti che hanno generato lo stesso proposito di procedere in tal senso, ma proprio "in ragione" delle rispettive posizioni di azionista di controllo e presidente per Luigi Cremonini, di amministratore delegato della Cremonini S.p.a. per Vincenzo Cremonini, e di amministratore unico di Cremofin S.r.l. per Ilias Aratri. Si è sostenuto, in particolare, come tale progetto, in assenza delle rispettive qualifiche soggettive, non sarebbe mai venuto ad esistenza. "Essi erano dunque in possesso dell'informazione relativa al progetto di OPA in ragione delle loro partecipazioni, cariche e funzioni, essi

³⁰⁶ In materia di *ne bis in idem*, si veda il capitolo 2, paragrafi 24 e 25.

³⁰⁷ Si rimanda al capitolo 3, paragrafi 2 e 3, per l'analisi del concetto di "informazione".

avevano ideato il progetto di cui possedevano l'informazione. La situazione dei ricorrenti è dunque perfettamente inquadrabile nello schema dell'insider primario"³⁰⁸.

³⁰⁸ Corte App. Milano, Sent. 15 gennaio 2019, n.284.

15. La decisione della Cassazione penale

In ultima istanza, a pronunciarsi sul caso Cremonini è stata la Corte di Cassazione il giorno 11 agosto del 2021³⁰⁹.

Tra i vari motivi del ricorso, di importanza primaria ai fini della qui presente analisi è il sesto, inerente all'impossibilità di essere puniti in quanto *insider* di se stessi.

In merito, la difesa fa notare in primo luogo come l'interpretazione accolta dal giudice di seconde cure si porrebbe in contrasto con il dato letterale della norma, in quanto essa presupporrebbe un'alterità necessaria tra la fonte dell'informazione ed il suo utilizzatore finale, nonché il rapporto causale fra la qualità di *insider* primario rivestita dal soggetto agente ed il possesso della notizia dotata del connotato della *price sensitivity*.

Inoltre, viene lamentato una generale indeterminatezza del dettato normativo, che richiederebbe una estensione della copertura legislativa *in malam partem*, vietata in ambito penale, al fine di attribuire ad una mera rappresentazione interna la capacità di alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce.

La Suprema Corte ha ritenuto infondato tale motivo di ricorso, rigettando l'istanza presentata.

Il percorso argomentativo della sentenza muove dall'assunto che è naturale per ogni enunciato, sia esso normativo o meno, possedere un tasso di vaghezza ed indeterminatezza inerente alle singole parole, ed esso può presentarsi in maniera più o meno elevata. Tale indeterminatezza va però risolta dall'interprete inserendo le parole nell'intero contesto in cui sono contenute: in particolare, ad orientare l'agire di quest'ultimo devono essere la connessione fra i termini, nonché la *ratio legis*, qualora questa sia riscontrabile nel dato letterale della legge stessa.

Così, il principio di determinatezza sancito dall'articolo 25, comma 2, della Costituzione, non solo assicura al giudice una serie di concetti adeguatamente definiti in modo da poter essere prontamente applicati, ma garantisce anche alla generalità dei

³⁰⁹ Cass., Sez. V, sent. 15 aprile 2021 (dep. 11 agosto 2021), n. 31507

soggetti sottoposti alla legge “una percezione sufficientemente chiara ed immediata”³¹⁰ dei possibili profili di illiceità penale della propria condotta.

In tal modo, il suddetto principio non risulta violato dall’utilizzo di concetti elastici, clausole generali o termini polisensibili, quale è appunto il concetto di “informazione”, a condizione che la descrizione complessiva del fatto come enunciato dalla norma consenta al giudice di ricostruirne il significato senza che ciò richieda un’operazione interpretativa di straordinaria complessità³¹¹.

Una volta appurato quanto detto, la Corte va a esaminare il concetto di “informazione”, frazionandolo in due componenti principali. Da un lato, essa è vista nella sua componente statica, ossia come “un insieme di dati descrittivi della realtà”. Dall’altro, è anche riscontrabile una componente dinamica, ovvero la raccolta e la trasmissione dei suddetti dati a soggetti terzi. Tale elemento è però meramente eventuale, non facendo venir meno il primo dei due fattori sopra elencati.

A sostegno di tale tesi, la Corte rileva come la medesima interpretazione del termine “informazione” è utilizzata nell’articolo 316-ter del Codice penale da una recente pronuncia di legittimità³¹².

La seconda parte del motivo di doglianza, ossia la mancata integrazione del reato di abuso di informazioni privilegiate per mancanza dell’elemento costitutivo della notizia *price sensitive*, in quanto generata dallo stesso soggetto che l’ha poi sfruttata sui mercati, viene invece affrontata ribadendo quanto già più volte sostenuto dalla giurisprudenza sia di merito che di legittimità.

In primo luogo, riprendendo il carattere polisensibile del concetto di “informazione”, il giudice fa notare come oggetto di interpretazione debba essere l’intera disposizione normativa, più che i singoli termini.

³¹⁰ Sono le parole della sentenza Corte Cost., ord. 21 dicembre 2018, n. 243, in *Giur. cost.*, 2018, pp. 2756 ss.

³¹¹ Ad essere richiamata è la sentenza della Corte Cost., 20 dicembre 2019, n. 278, consultabile in *Cass. pen.*, 2020, p. 1560 con osservazioni di APRILE E.

³¹² Si veda, sul punto, la recente sentenza Cass., Sez. II, 21 settembre 2017, n. 47064, in *C.E.D. Cass.*, n. 271242-01, in cui l’imputato, percettore dell’assegno sociale, venne ritenuto colpevole di non aver comunicato all’I.N.P.S. il proprio trasferimento all’estero, condizione sufficiente a far decadere il diritto al privilegio. Non vi è dubbio, dunque, in merito al significato da attribuire al termine “informazione” nel presente caso, essenzialmente equiparato al concetto di “conoscenza”.

In secondo luogo, si rileva come l'espressione "in ragione", che esprime la relazione che deve necessariamente sussistere tra l'agente ed il possesso dell'informazione privilegiata, non faccia in alcun modo presupporre l'asserita alterità tra fonte della notizia e soggetto che ne abusa.

La Corte evidenzia allora come, in un'economia borsistica come quella attuale, è logico e corretto non sanzionare come *insider trading* di se stessi l'agire di chi sfrutti un proposito da egli stesso generato per operare sul mercato³¹³.

Tuttavia, il caso di specie è connotato da notevoli differenze con la fattispecie anzidetta: infatti, ad emergere dalle circostanze presenti è lo sfruttamento, più che di un'intenzione interna alla sfera del soggetto agente, di un progetto di ormai ragionevole verifica, con modalità che consentono di alterare la parità degli investitori, eliminando il naturale equilibrio rischio – rendimento che dovrebbe caratterizzare tutte le operazioni borsistiche.

Il giudice di legittimità prosegue poi analizzando l'esatta portata del considerando numero 30 della MAD I, adesso contenuto nell'articolo 9 comma 5 del MAR. In proposito, ad essere fatto notare è come, per ricadere all'interno dell'area marcata dalla norma, è necessaria una sostanziale eguaglianza fra l'oggetto della risoluzione del soggetto ideatore ed il progetto poi effettivamente realizzato: così, la decisione di procedere al lancio di un'offerta pubblica di acquisto, il compimento degli atti preparatori e prodromici ad essa ed il lancio ufficiale non costituiscono in alcun modo abuso di informazioni privilegiate.

Nel caso in esame, tuttavia, tale coincidenza non è riscontrabile, poiché oggetto del proposito interno era sì il lancio dell'OPA, ma ad essere censurato è il rastrellamento di azioni intercorso fra l'assunzione di tale decisione e la realizzazione di tale progetto.

Infine, risulta scorretta anche l'ultima censura portata dalla difesa circa la necessità di separare il soggetto che crea l'informazione privilegiata e la sfrutti al fine di rendere di più facile attuazione il progetto imprenditoriale, ed il soggetto "parassita" che sfrutti la notizia appresa da altri. Di fatti, la normativa si pone come obiettivo quello di sanzionare chi sfrutta conoscenze dotate dei caratteri sanciti dall'articolo 2, comma 7, del MAR. Diversamente, non menziona in alcun caso il parassitismo del

³¹³ Come del resto sancito dall'articolo 9, comma 5, del Reg. UE 596/2014.

soggetto sfruttatore, ergo non si ritiene sussistente alcun motivo per sanzionare in via esclusiva condotte che presentano tale caratteristica.

Di conseguenza, la Cassazione conclude sancendo la rilevanza penale del cosiddetto *insider* di se stesso, ribadendo quanto più volte stabilito dalla giurisprudenza nonché in accordo con la dottrina maggioritaria.

CONCLUSIONI

Giungendo alla conclusione di questa analisi sull'abuso di informazioni privilegiate e della punibilità della condotta dell'*insider* di se stesso, appare ancor più chiaro perché non si sia ancora trovata una soluzione inequivocabilmente corretta alla questione.

Sia in dottrina sia in giurisprudenza si registrano opinioni contrastanti in materia, con argomentazioni che, seppur valide, non riescono a dirimere le varie problematiche della disciplina.

Centrale, sul punto, è il significato da attribuire al concetto di “informazione”, posto che tale nozione assume un ruolo centrale al fine di ricostruire la liceità o, viceversa, l'antigiuridicità dell'*insider* di sé.

Infatti, l'opinione maggioritaria tra gli studiosi del diritto attribuisce al termine “informazione” l'accezione di conoscenza pervenuta dall'esterno; ciò in virtù del significato attribuito comunemente al verbo da cui deriva tale sostantivo, intendendo dunque per informare “rendere edotto taluno di qualcosa”.

Proprio tale accrescimento conoscitivo va a presupporre una necessaria interazione con l'esterno, rendendo impossibile qualificare come “informazione privilegiata” un proposito interno del soggetto, da egli stesso generato e destinato a rimanere nel proprio “foro interno”.

D'altro canto, una parte della dottrina rileva come l'informazione possa essere intesa anche come semplice “conoscenza”, indipendentemente dal fatto che questa sia stata acquisita dall'esterno. In tal modo, “informazione” diventerebbe anche quel prodotto dell'elaborazione mentale dell'agente che, partendo da idee, propositi e dati, dia forma al proprio pensiero prima di agire.

Di conseguenza, a poco rileverebbe la provenienza della notizia *price sensitive*, essendo punibile anche il soggetto che della stessa sia creatore e detentore “a titolo originario”.

Tra gli elementi addotti per sostenere la tesi della legittimità delle condotte poste in essere dall'*insider* di se stesso, si ricorda in primo luogo il combinato disposto

del *considerando* numero 31 del Regolamento UE 596/2014, rielaborazione del *considerando* numero 30 della Direttiva 2003/6/CE, e dell'articolo 9 comma 5 del medesimo regolamento.

Se infatti tali norme potrebbero essere usate per escludere l'applicazione della disciplina sull'*insider trading* quando un soggetto utilizzi un proprio proposito per compiere operazioni sul mercato, occorre notare come il presupposto essenziale perché si ricada nell'area di esenzione prevista dalle predette disposizioni è l'assoluta coincidenza tra l'oggetto della decisione e l'operazione di *trading*.

Si comprende dunque come molte delle ipotesi formulate nel corso di questo lavoro siano estranee a quanto sancito dalle norme del MAR.

Anche la teoria del merito economico, pur rispondendo alla logica tipica del settore che il diritto penale dell'economia si pone di regolare, non è esente da punti di fragilità.

Se infatti al soggetto che elabora un progetto vantaggioso va riconosciuto un elogio, in un'ottica di retribuzione di un rischio assunto, al soggetto *insider* di se stesso dovrebbe essere concesso di sfruttare economicamente sul mercato, in condizione di sostanziale monopolio, l'informazione da egli stesso creata.

In primo luogo, si evidenzia come non tutte le fattispecie supposte di *self insider* hanno una componente di meritevolezza, non andando ad assumere alcun rischio. Inoltre, il concetto stesso di informazione non pone alcun giudizio valoriale che sottenda un possibile aggancio al merito economico, essendo il medesimo concetto espressione neutrale.

Un'ulteriore tesi a sostegno dell'irrelevanza penale dell'*insider* di se stesso si basa sull'asserita violazione del principio di materialità del reato, espresso dal brocardo latino "*cogitationis poena nemo patitur*".

Tale assioma del diritto penale sancisce la necessaria verificabilità di un fatto affinché vi possa essere punibilità. Se la fattispecie generale di abuso di informazioni privilegiate non pone alcun problema in tal senso, poiché lo sfruttamento di quello che è l'elemento immateriale, ovvero l'informazione, si concretizza in un fatto esterno verificabile e percepibile, lo stesso non può dirsi per l'*insider non trading*, vista l'essenziale immaterialità della condotta di chi, in posizione di privilegio conoscitivo, scelga di non operare sul mercato.

Allo stesso modo, si è sostenuto che non si potrebbe punire l'*insider* di se stesso per un'eccessiva interiorizzazione, nonché per la complicata individuazione in capo al soggetto di un proposito interno cui attribuire le caratteristiche proprie del privilegio conoscitivo.

Tuttavia, anche il principio di materialità sarebbe soddisfatto per la tesi secondo cui l'informazione privilegiata si concretizza nel momento in cui vengano realizzati atti preparatori indirizzati alla formazione della decisione finale, la quale diviene ragionevolmente prevedibile in ragione degli atti stessi.

Pur essendo convincenti, nessuno di questi argomenti è in grado di dimostrare univocamente la correttezza della tesi liceista in materia di *insider trading* di se stessi.

Per altro verso, a sostegno della illiceità penale della condotta in esame sono state esaminate tre argomentazioni portate dalla dottrina.

Innanzitutto, l'articolo 8 comma 5 del MAR, con il riferimento "anche alle persone fisiche" interne ad una società e che partecipano alle decisioni operative dell'emittente, ha indotto parte della dottrina a scorgere un richiamo all'*insider* di se stesso.

A tale lettura sono state però sollevate convincenti obiezioni, date dal contrasto con il considerando numero 31 del MAR, nonché dall'ingiustificabile distinzione posta tra il soggetto *insider* che agisca in nome proprio ovvero dallo stesso soggetto che operi come organo della persona giuridica.

Anche la figura del *criminal insider* è stata utilizzata per fondare la punibilità di chi crea l'informazione che poi sfrutta sul mercato.

In proposito si è rilevato come, in caso fosse sempre punibile l'*insider* di se stesso, ed essendo il soggetto che è in un possesso di un'informazione privilegiata a motivo della preparazione di un atto delittuoso ascrivibile alla categoria del *self insider*, non si vede il motivo di una previsione speciale in tal senso, a maggior ragione se non differenziata nella misura o nella tipologia della sanzione.

Tuttavia, appare evidente come la punibilità speciale del *criminal insider* risponda ad una logica scelta di politica criminale, indirizzata a dar risalto al particolare disvalore attribuito alle condotte di specie.

Infine, le esenzioni dell'articolo 183 TUF, costituenti il cosiddetto *safe harbour*, sono state utilizzate *a contrario* dalla dottrina per dedurre l'illegalità delle condotte dell'*insider* di se stesso.

In merito, si è avuto modo di sostenere come il *considerando* numero 2 del Regolamento CE 2273 del 2003 chiarisca la non automatica illiceità dei casi non rientranti nell'area coperta dal *safe harbour*; inoltre, tra i casi esclusi non necessariamente si devono inserire le ipotesi di notizie elaborate dallo stesso soggetto *insider*, ben potendosi intendere le condotte classiche di abuso di informazioni privilegiate, in cui si riscontra l'alterità tra la fonte dell'informazione ed il suo utilizzatore.

Di conseguenza, neppure gli argomenti portati a sostenere la tesi dell'antigiuridicità penale delle condotte dell'*insider trading* di se stesso possono dirsi soddisfacenti.

L'analisi dei casi giurisprudenziali, pur essendo utile ad un inquadramento della fattispecie, non ha fatto altro che evidenziare i dubbi in materia.

La prima sentenza comunitaria in materia di *insider trading*, ovvero il caso Georgakis, ha meglio definito cosa rientri nel privilegio informativo, andando infatti a qualificare come informazioni privilegiate anche una decisione societaria su una strategia comune in ambito di investimenti finanziari, pur in assenza di una condanna per il reato contestato.

Con la decisione del caso Spector Photo Group, la Corte Europea ha ricostruito la fattispecie utilizzando una presunzione di sfruttamento dell'informazione, da parte del soggetto *insider* che ne conoscesse la natura *price sensitive*, lasciando comunque il diritto dell'imputato a provare il contrario.

La vicenda UNIPOL ha costituito il primo banco di prova per i tribunali italiani in materia di *insider trading* di se stessi. Seppur affrontando la questione in maniera superficiale, i giudici avevano configurato una possibile responsabilità degli imputati nonostante fossero essi stessi i creatori della notizia caratterizzata dal privilegio. Tuttavia, si analizzò altresì cosa non potesse essere un'informazione privilegiata, ovvero dei meri propositi degli agenti, poiché effettuare una *disclosure* dei medesimi eguaglierebbe una diffusione di notizie false, in quanto riferibili a fatti non ancora venuti ad esistere né ragionevolmente prevedibili.

Il caso Gnutti, pur non essendo di supporto diretto al quesito sulla liceità o meno dell'*insider* di se stesso, si occupa di precisare meglio i soggetti attivi del reato, aiutando a capire cosa sicuramente non è *self insider trading*.

In merito, rilevante è la distinzione effettuata tra soggetto-persona e soggetto-organo societario: in caso di mancata coincidenza, si ricade al di fuori della fattispecie dell'*insider* di se stesso, e si rientra nella generale disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate.

Nella sentenza sul procedimento per *insider trading* nella vicenda della scalata occulta a Bnl, assume di nuovo rilievo la distinzione tra “meri propositi” ed “informazioni privilegiate”, laddove solo le seconde possono ricadere nel divieto di *tipping* previsto dall'articolo 184 TUF.

Inoltre, quanto al fatto che mancasse l'alterità tra la fonte d'informazione e il soggetto che l'ha comunicata, la Corte ha rilevato come la comunicazione oggetto di giudizio, in quanto proveniente da figura qualificata e non da un *quavis de populo*, ed avendo essa come oggetto qualcosa di più di semplici intenzioni dell'agente, fosse da qualificare a tutti gli effetti informazione privilegiata, di fatto a nulla rilevando la provenienza della stessa.

Infine, si riporta la sentenza che ha avuto maggiore impatto sulla questione, ovvero il caso Cremonini.

Dopo una lunga vicenda giudiziaria, con pronunce dai dispositivi profondamente differenti tra il primo ed il secondo grado di giudizio, la Cassazione ha confermato la punibilità dell'*insider* di se stesso, stabilendo quella che è la direzione che la giurisprudenza sembra voler intraprendere.

In merito, la Suprema Corte ha sancito come il concetto di “informazione” sia da intendersi come conoscenza, senza attribuire importanza al modo in cui tale conoscenza sia venuta ad esistere. Secondariamente, gli imputati, sebbene creatori della notizia *price sensitive*, vennero considerati in possesso della stessa “a ragione” delle posizioni ricoperte nelle rispettive società, così ascrivendo i soggetti tra gli *insiders* primari. Altresì, i giudici hanno ritenuto non applicabile il disposto del *considerando* numero 30 della Direttiva 6/2003/CE, in quanto esso sarebbe indirizzato a tutelare solo le offerte pubbliche di acquisto che siano finalizzate ad ottenere il controllo dell'emittente, e non anche a quelle per finalità di *delisting*.

Si nota dunque, dall'analisi dei casi giurisprudenziali sopra riportati, quanto possa essere incerta la situazione, con, da un lato, la dottrina maggioritaria che si esprime in favore della legalità delle condotte di *insider trading* di se stessi, e,

dall'altro, le sentenze dei tribunali italiani e comunitari, orientate verso una criminalizzazione delle fattispecie analizzate.

Nel silenzio del legislatore in merito, occorre chiedersi quali possano essere le prospettive future in merito alla punibilità dell'*insider* di se stesso, al di là della dimensione relativamente ristretta del fenomeno.

Il fatto che statisticamente ipotesi simili siano marginali non è una scusante per non avere una normativa puntuale che descriva le condotte vietate senza margini di dubbio, in ossequio al principio di legalità, imprescindibile per qualsiasi ordinamento moderno, specie in campo penale.

In proposito, si fa notare come non sembra condivisibile l'orientamento giurisprudenziale più recente, il quale non accoglie le argomentazioni a favore dell'intrinseca liceità delle condotte poste in essere da tali soggetti.

Infatti, le conseguenze dell'applicazione della disciplina sull'abuso di informazioni privilegiate anche a chi crea la notizia rischiano di essere non soltanto paradossali, ma anche dannose.

Non si può fare a meno di pensare come un'eccessiva repressione in tal senso possa portare al risultato opposto rispetto a quello che la normativa in tema di *market abuse* si proponeva di raggiungere: una complessiva inefficienza del mercato, dovuta ad una potenziale paralisi delle negoziazioni conseguenti al timore di una sanzione penale che, almeno nella maggior parte dei casi, risulterebbe come applicata in virtù di una inaccettabile distorsione delle disposizioni vigenti.

Secondo l'opinione di chi scrive, si ritiene come, nonostante la giurisprudenza propenda per una soluzione positiva sulla questione della punibilità del *self insider*, sarebbe preferibile restringere l'area della punibilità dell'*insider* di se stesso, essendo maggiormente numerosi e convincenti gli argomenti di chi sostiene posizioni più liceiste. Come già accennato, è sconsigliabile muoversi verso forme di "iperpenalizzazione"³¹⁴, le quali produrrebbero conseguenze assolutamente deleterie per il corretto svolgimento delle operazioni di mercato, per avvicinarsi a forme di

³¹⁴ L'espressione è di FOFFANI L., "Sicurezza" dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della "modernità", in *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, p. 1935.

regolamentazione più chiare e dirette, senza che la moltiplicazione delle sanzioni penali vada a scoraggiare eccessivamente l'azione dei *trader*.

In ultima istanza, si ritiene opportuno un intervento legislativo, anche e preferibilmente a livello comunitario, per fini di uniformazione del diritto del mercato dell'Unione Europea, che faccia tesoro di quanto dottrina e giurisprudenza hanno avuto modo di elaborare nei trent'anni trascorsi dall'introduzione del reato di abuso di informazioni privilegiate, in modo da chiarire in maniera definitiva la tanto divisiva questione.

Per concludere, è bene ricordare che, nel diritto penale, l'incertezza è tanto dannosa quanto l'eccesso, e trovare un giusto equilibrio fra i vari interessi in gioco è il gravoso compito di chi il diritto è chiamato a produrlo, al fine di meglio orientare le scelte di chi, poi, tale diritto è chiamato ad applicarlo.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992, p. 749.
- ACCINNI G.P., *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 56 s.
- ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2008.
- ALESSANDRI A., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, p. 925
- AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, VII ed., Torino, 2014, p. 6 ss.
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2003, p.6.
- ARMOUR J., DAVIES P., ENRIQUES L., GORDON J.N., MAYER C., PAYNE J., *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, p. 194 ss.
- BARTALENA A., *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, p. 714, nt. 55

- BARTALENA A., *Insider trading*, in COLOMBO G. E., PORTALE G. B. (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, I, Torino, 1993, p. 219.
- BARTULLI A., ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (l. 17 maggio 1991 n. 167)*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 644.
- BARTULLI A., *Problemi di tecnica normativa nella repressione penale dell'«insider trading»*, in ALVISI P, BALZARANI P., e CARCANO G. (a cura di), *L'informazione societaria*, Milano, 1982, vol. I, 490.
- BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Econ.* 2011, 753
- BASILE E., *L'«insider trading» riformato... ma non troppo: criticità e prospettive all'indomani del D.Lgs. n. 107/2018*, in *Le società*, 2019, fasc. 5, pp. 570-577
- BELLACOSA M., *Insider trading: manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, n. 11, p. 22.
- BRICOLA F., *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, in *Scritti di diritto penale*, II, Milano, 1997
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, Milano, 9° edizione, 2017, cap. VI.
- CARBONE P., *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993.
- CARRIERO G., *Insider trading. Profili economici*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992.

- CARRIERO G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992.
- CASSIDY J., *How market fail. The logic of Economic calamities*, London, 2009.
- COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1993, p. 724 s.
- D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014.
- DE AMICIS G., *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell’ordinamento italiano*; in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, pp.21-22.
- DEVOTO G., OLIG.C., SERIANNI L., *Nuovo Devoto-Oli. Il vocabolario dell'italiano contemporaneo*, Milano, 2018
- DI AMATO, A, *Gli abusi di mercato*, in ID. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 84.
- FALCINELLI D., *Il giudice, l'antifrasi e una “Fata Morgana”*: se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto), in www.penalecontemporaneo.it.
- FIANDACA G., MUSCO e., *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2014

- FIORELLA A., *I problemi fondamentali della responsabilità dell'ente da reato: un'introduzione*, in BORSARI A. (a cura di), *Itinerari di diritto penale dell'economia*, Padova, 2018, pp. 244 ss.
- FLICK G.M., *Insider trading: problemi sostanziali*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, cit., p. 92.
- FLICK G. M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in Riv. soc., 1991, p. 974.
- FOFFANI L., CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, vol. I, Bologna, 2015
- FOFFANI L., “Sicurezza” dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della “modernità”, in *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011
- FOFFANI L., voci in PALAZZO F. PALIERO C. E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 720
- GALIMBERTI F., *Economia e pazzia*, Bari, 2002.
- GALLI S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010, p. 292.
- GALLINO L., *L'impresa irresponsabile*, Torino, 2005, pp. 247 s.
- GIAVAZZI S., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CERQUA L. D. (a cura di), *Diritto penale delle società*, I, Padova, 2009
- GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2019, fasc. 2, pp.395-430

- GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella S.p.A.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 191 ss.
- GUIZZI G., *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, V agg., Milano, 2001.
- HERZEL L. e KATZ L., *Insider trading. Who loses?*, in *Lloyds Bank Review*, 1987, pp. 15 ss.
- HU H., BLACK B., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *South. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss.
- IELO P., *Compliance Programs: natura e funzioni nel sistema di responsabilità degli enti, modelli organizzativi e d.lgs. 231/01*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 1, pp. 99 ss.
- JESCHECK H.-H. e WEIGEND T. (*Lehrbuch Des Strafrechts: Allgemeiner Teil*, Berlino, 1996), in FORTI G., *L'immane concretezza. Metamorfosi del crimine e controllo penale*, Milano, 2000, pp. 99 ss.
- LATTANZI G. (a cura di), *Reati e responsabilità degli enti. Guida al d.lgs. 8 giugno 2001, n.231*.
- LAUDONIO A., *Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di se stesso*, in *Rivista di diritto bancario*, febbraio 2013.
- LINCIANO N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori Retail*, in *Quaderni di finanza*, 2010, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma 4 giugno 2010, in www.consob.it.
- LINCIANO N. e MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002, pp. 26 ss.

- LOMBARDO S., *Opa, informazione privilegiata ed insider di sé stessi*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria, fiscale*, 2013.
- LOMBARDO S., *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, p. 165.
- LOMBARDO S., *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, II
- LUNGHINI G., *L'idoneità e l'efficace attuazione dei modelli organizzativi ex D.lgs. 231/2001*, in MONESI C. (a cura di), *I modelli organizzativi ex D.lgs. 231/2001*, cit., pp. 251 ss.
- MACCABRUNI F., *Insider trading ed analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995
- MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005
- MANES V., *Diritto penale e fonti sovranazionali*, in AA.VV., *Introduzione al sistema penale* (a cura di INSOLERA G., MAZZACUVA N., PAVARINI M., ZANOTTI M.), Torino, 2012, p. 198 ss.
- MANNE H., *Insider trading and the stock market*, New York, 1966.
- MANNO M.A., *Profili penali dell'insider trading*, Milano, 2012
- MANTOVANI F., *Diritto penale parte generale*, Padova, nona edizione, 2015, pp. 119 ss

- MAUGERI M., *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I.
- MAZZACUVA N., AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, quarta ed., Padova, 2018.
- MAZZACUVA F., *Ne bis in idem e diritto penale dell'economia: profili sostanziali e processuali*, in MANGIARACINA A., *Ne bis in idem*, Torino, 2020.
- MORELLO A., *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*, in *Riv. dir. banc.*, 2013.
- MORGAN R.J., *Insider trading and The Infringement of Property Rights*, 48, *Ohio State Law Journal*, 79, 1987.
- MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10 ottobre 2018
- MUCCIARELLI F., *Art. 184. Abuso di informazioni privilegiate*, in FRATINI M., GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, III, Torino, 2012.
- MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008.
- MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005.
- MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000.

- MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 937.
- MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO, Ciro (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008.
- NAVA M., *L'informazione di qualità giova ai mercati*, Il sole 24 ore, 5 giugno 2018, reperibile online su <https://www.ilsole24ore.com/art/l-informazione-qualita-giova-mercati-AE83y2zE>
- NISCO A., 2009, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, p. 113.
- PALIERO C.E., *'Materia penale' e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione 'classica' a una svolta 'radicale'*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, p. 894 ss.
- PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, p. 615 ss.
- PALIERO C.E., *La maschera e il volto (percezione sociale del crimine ed 'effetti penali')*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 467 s.
- PALIERO C.E., PIERGALLINI C., *La colpa da organizzazione*, in *Resp. Amm. Società e enti*, 2006, p. 167.
- PALIERO C.E., TRAVI A., *La sanzione amministrativa*, Milano, 1988, p. 151 ss.

- PARDOLESI R., MOTTI C., *“L’idea è mia”*: lusinghe e misfatti dell’economics of information, in *Il diritto dell’informazione e dell’informatica*, 1990.
- PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007.
- PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggio*, 1958, ora in ID., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell’economia*, Milano, 2003.
- PIERGALLINI C., *Spunti in tema di responsabilità degli enti*, in AA.VV., *La crisi finanziaria*, p. 121.
- PIRANI P.P., *La Cassazione riconosce (per la prima volta) il fantasma dell’“insider” di sé stesso*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, fasc. 1, pt. 2, pp. 129-151.
- POSTIGLIONE A., *I confini soggettivi dell’“insider trading”*: il c.d. “insider” di se stesso, in *Rivista di diritto dell’impresa*, 2018, fasc. 1, pp. 254-270.
- POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009.
- PULITANÒ D., *La responsabilità ‘da reato’ degli enti nell’ordinamento italiano*, in AA.VV., *Responsabilità degli enti per i reati commessi nel loro interesse*, suppl. a Cass. pen., 6/03, cit., p. 16.
- QUIGLEY C., *Tragedy and Hope. A History of the World in Our Time*, New York, 1966, p. 336 ss.

- RECCIA E., *“Insider di sé stesso e la distinzione tra OPA per la scalata e OPA per il delisting”*, *Giur. comm.*, 2015, pp. 568 ss.
- RORDORF V. R., *Importanza e limiti dell’informazione sui mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 773 s.
- ROSSI A., *Market abuse e Insider trading: l’apparato sanzionatorio*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, p. 91.
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 51.
- ROSSI G., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 929 ss.
- RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Impresa commerciale e industriale*, 2005, p. 1598.
- SCANO A.D., *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 181.
- SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, vol. III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino, 2018.
- SEMINARA S., *L’evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in CANESTRARI S. e FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?*, Milano, 2005, p. 223
- SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.

- SEMINARA S., *L'insider Trading nella prospettiva penalistica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1992.
- SEMINARA S., *Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. Pen.*, 1998.
- SEMINARA S., *Disclosure or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008.
- SEMINARA S., *Gli interessi tutelati in rapporto ai soggetti attivi della fattispecie*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza del mercato finanziario*, cit., p. 349.
- SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C., ALESSANDRI A., FOFFANI L., SEMINARA S., SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000.
- SGUBBI F., FONDAROLI D. e TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, Seconda edizione, Padova, 2013.
- SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, tomo II, Milano, 2009.
- SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 340.
- SOROS G., *Cattiva finanza. Come uscire dalla crisi: un nuovo paradigma per i mercati*, Roma, 2008, pp. VI - X.

- TONINI P., *Manuale di procedura penale*, diciassettesima edizione, Milano, 2016, pp. 993 ss.
- TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e Statuto Penale del Mercato Finanziario*, Padova, 2012.
- TRIPODI A. F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: "utilizzo (implicita) della notizia" e presunzione d'offesa*, in *Giur. comm.*, 2011.
- TRIPODI A. F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014.
- TRIPODI A.F., *"Ne bis in idem" e "insider trading": dalla Cassazione i criteri per una risposta sanzionatoria proporzionata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2020, fasc. 4, pp. 934-939.
- VENTORUZZO M., *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2018, fasc. 6, pp. 745-751.
- VIGANÒ F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014, pp. 13-14.
- VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee*, Roma, 2004, p. 10.
- VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 704.

- ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2008.

- ZANNOTTI R., *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2017.